

8 de agosto de 2023

Weekly Global Outlook

¿Lateralización o “pull back”?

Si bien la noticia económica más esperada de la semana era la publicación del reporte del mercado laboral, **en el medio de la semana irrumpió la sorpresa de Fitch anunciando una reducción de la calificación de la deuda de largo plazo de EE.UU.**

Los “Nonfarm Payrolls” (nóminas salariales exceptuando al sector agrícola) aumentaron en 187.000. **Dicha cifra representó una buena noticia para los mercados, dado que la misma quedó por debajo de las expectativas (200.000).**

Con respecto al calendario económico, **se destaca como la principal noticia a monitorear, el jueves la publicación del IPC. De acuerdo al consenso de estimaciones se espera una lectura interanual para la definición “core” de 4,8%.**

Con respecto a las expectativas de tasas, **seguimos considerando que no hay mayor debate en cuanto a que si el FOMC ha llegado o no al techo del actual proceso de endurecimiento. El mayor nivel de incertidumbre o de diferencia de apreciación entre el FOMC y el mercado, sigue estando centrado en cuan rápido bajará la tasa.**

Una vez más, **lo sucedido la semana pasada con la noticia de Fitch, nos lleva a seguir sugiriendo ser cuidadosos con la “duration” en el portafolio de renta fija.**

En el reporte anterior advertimos que, si bien mantenemos una lectura constructiva de mediano plazo con respecto a las acciones, había señales técnicas que no se podían ignorar. En dicho contexto, **la noticia de Fitch fue el catalizador del inicio de una corrección que nos lleva a la pregunta: ¿dónde está el piso del mercado?**

Dentro del escenario constructivo, se habilitarían dos escenarios: a) lateralización y b) “pull back”. El escenario de lateralización es por el momento nuestro base y tendría como soporte la zona de 4.450. Requiere que no haya sorpresas negativas en las noticias de inflación y mercado laboral, así como también que la temporada de publicación de resultados no baje el porcentaje de sorpresas positivas. No obstante, no podemos dejar de tener en consideración algunos aspectos estacionales y estadísticos.

ECONOMÍA

La noticia económica más esperada de la semana era la publicación del reporte del mercado laboral, tema que desarrollaremos en este apartado. Irrumpió en el medio de la semana la decisión de Fitch haciendo una reducción en la calificación de la deuda de largo plazo de EE.UU., tema que analizaremos en el apartado de "Renta Fija". También en la semana se publicó el SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices), el cual vamos a tratar en el apartado de "Expectativas de Tasas de Interés".

De acuerdo al BLS (Bureau of Labor Statistics), como se puede observar en la figura nº1, los "Nonfarm Payrolls" (nóminas salariales exceptuando al sector agrícola) aumentaron en 187.000. **Dicha cifra representó una buena noticia para los mercados, dado que la misma quedó por debajo de las expectativas (200.000). A su vez, la cifra del mes anterior fue reducida de 209.000 a 185.000. Por lo tanto, si bien aún son valores que demuestran la resiliencia del mercado laboral, comienzan a proyectar una suerte de debilitamiento.**

Figura nº1: Mercado Laboral / "Nonfarm Payrolls" (nóminas salariales no agrícolas)

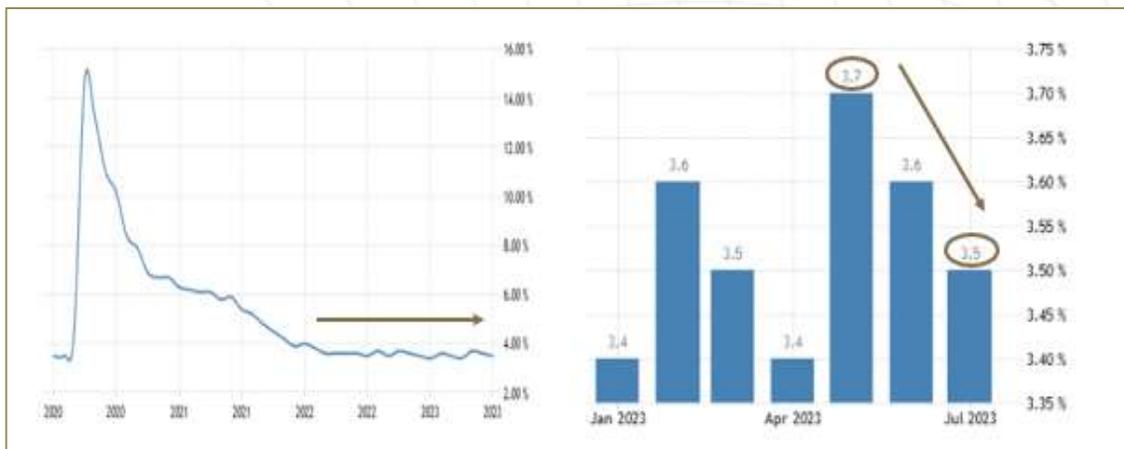


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

No obstante, el dato de "Nonfarm Payrolls" fue algo opacado por otros indicadores del reporte como tasa de desempleo, "participation rate" (tasa de participación o de actividad) y el aumento del "average hourly earning" (ganancia promedio por hora).

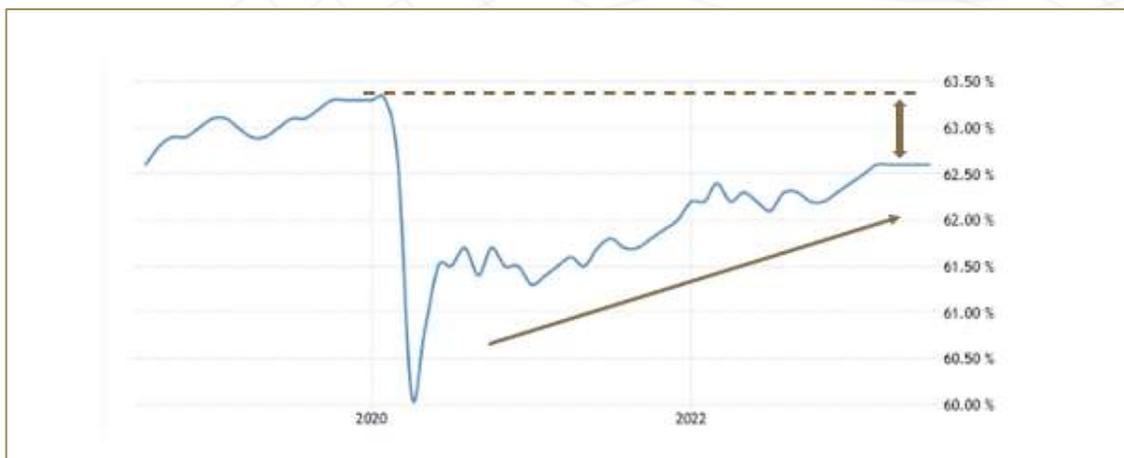
La tasa de desempleo informada fue de 3,5% quedando por debajo del consenso de expectativas (3,6%) y de la lectura anterior (3,6%). Como se puede apreciar en el gráfico de líneas (izquierda) de la figura n°2, dicho indicador se encuentra por debajo del 4% desde comienzos de 2022. A su vez, como se puede observar en el gráfico de barras (derecha) de la misma figura, luego de haber registrado un aumento en mayo al 3,7% ha descendido dos meses en forma consecutiva. De acuerdo al SEP vigente del FOMC, la proyección de la Reserva Federal es que el desempleo termine el año en 4,1%.

Figura n°2: Tasa de Desempleo



Fuente: en base a Trading Economics

Figura n°3: Tasa de Participación o de Actividad

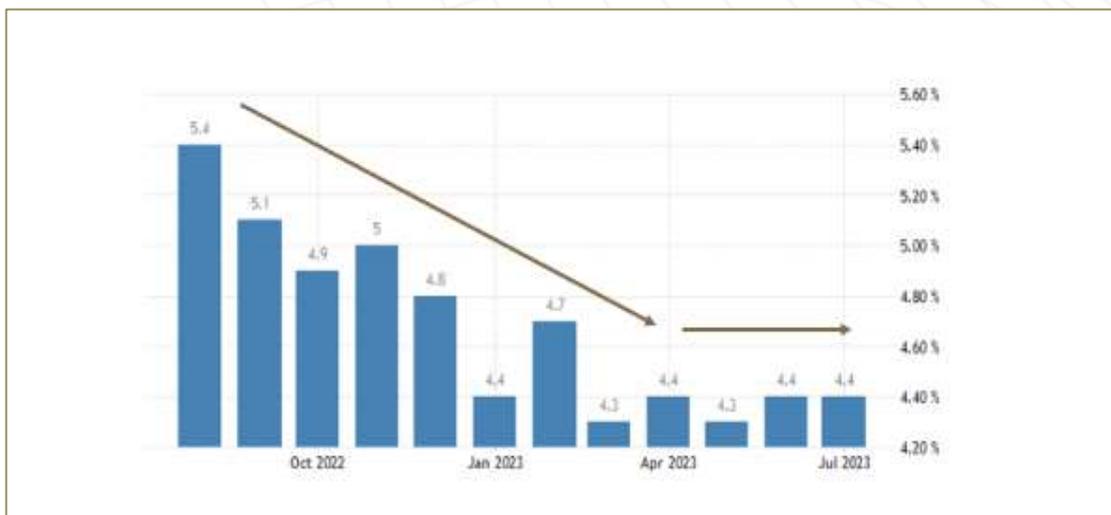


Fuente: en base a Trading Economics

En el cuadro superior de la figura n°1 se puede apreciar también, que la tasa de participación o de actividad quedó en línea con el consenso de expectativas, que a su vez coincide con la lectura previa, es decir 62,6%. Adicionalmente, en la figura n°3 se destaca que si bien ha habido un aumento en el porcentaje de integrantes de la fuerza laboral que han manifestado interés en buscar trabajo, dicha participación no sólo se ha estancado en las últimas lecturas, sino que aún se encuentra por debajo de los niveles prepandemia.

Por último, en lo que se refiere a la variación del valor promedio de la hora trabajada, en la figura n°4 se ve claramente como las lecturas interanuales han venido desacelerando hasta fines del primer trimestre de este año. **Desde marzo, el ritmo de las variaciones interanuales se ha estabilizado en una especie de meseta que oscila entre 4,3 y 4,4%, que curiosamente coincide con la variación interanual de los precios de los servicios mano de obra intensivos, tema central de preocupación del FOMC.**

Figura n°4: Variación Interanual del Valor Promedio de la Hora de Trabajo

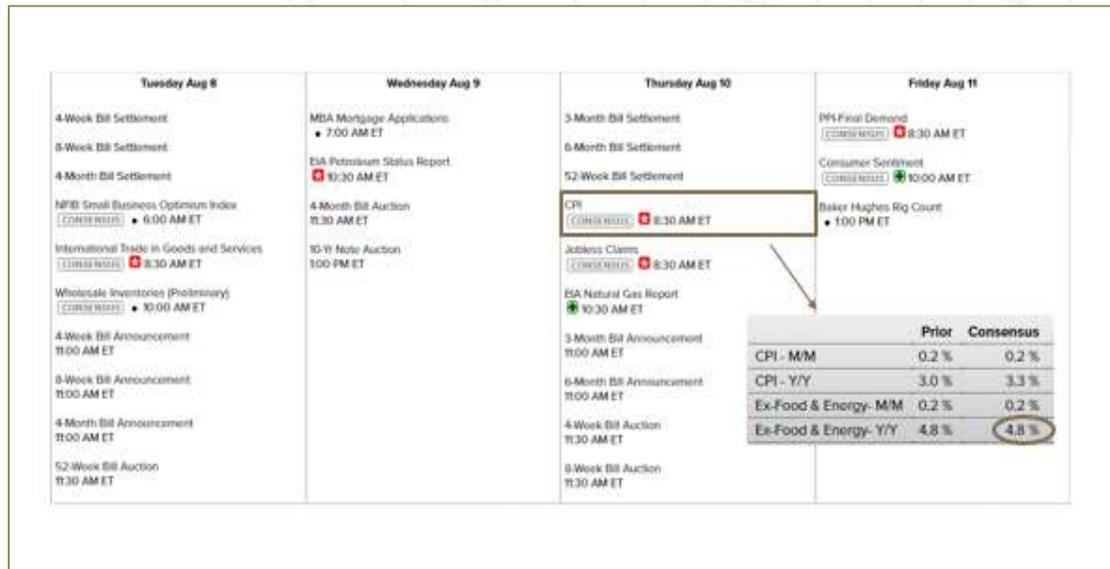


Fuente: en base a Trading Economics

Con respecto al calendario económico, en la figura n°5 **se destaca como la principal noticia a monitorear, la publicación del IPC. De acuerdo al consenso de estimaciones** relevado por Econoday **se espera una lectura interanual para la definición "core"** del comportamiento de los precios durante julio **de 4,8%**.

Dicha cifra es coincidente con la lectura de los precios correspondientes a junio, por lo que no se confirmaría por el momento una continuidad en el proceso de desaceleración, sino que por el contrario el riesgo que se forme una nueva meseta en torno de este valor y que los analistas comiencen a hablar nuevamente de la "sticky inflation".

Figura n°5: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

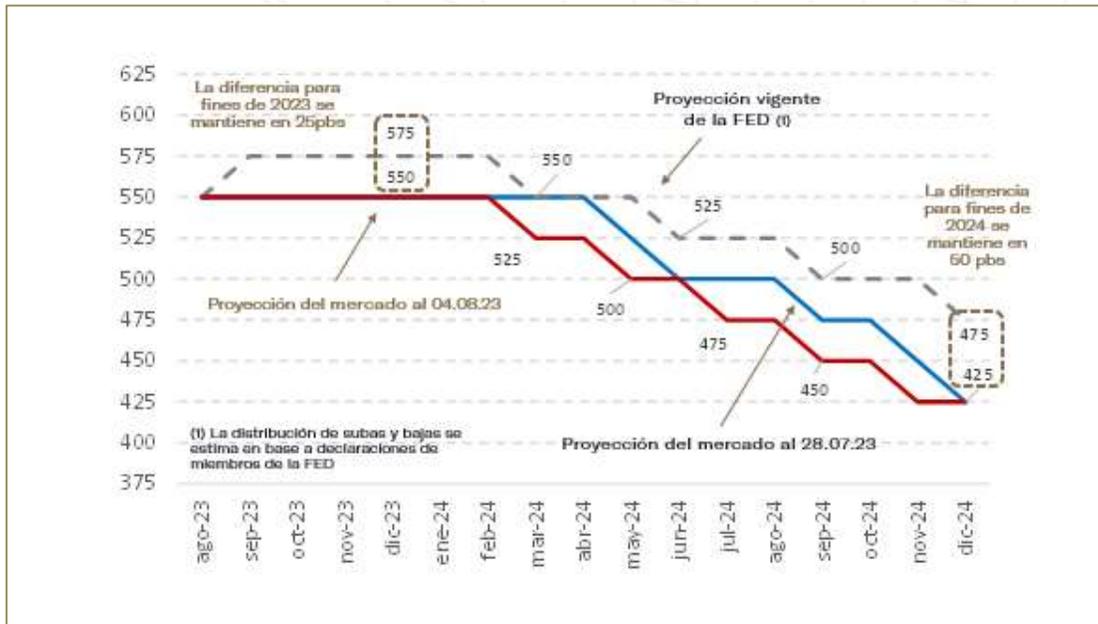
Durante los últimos días, como se puede observar en la figura⁹⁶, no hubo grandes cambios en las expectativas de tasas de interés. En lo que respecta a fines de este año, el mercado sigue descontando que el FOMC no volverá a subir su tasa de política monetaria y que la misma descendería a 425 a fines del año próximo.

De esta forma, como se destaca en la citada figura, con respecto a las proyecciones vigentes de la Reserva Federal habría una diferencia de 25 pbs para fines de este año y de 50 pbs para fines del año que viene.

El ligero cambio que también puede apreciarse en la misma figura, es que el mercado ha aumentado la probabilidad que el descenso de la tasa sea un poco más rápido a lo que lo estimaba la semana previa.

Seguimos considerando que no hay mayor debate en cuanto a que si el FOMC ha llegado o no al techo del actual proceso de endurecimiento. El mayor nivel de incertidumbre o de apreciación entre el FOMC y el mercado, sigue estando centrado en cuan rápido bajará la tasa y hacia que objetivo.

Figura n°6: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



Fuente: en base al SEP de la Reserva Federal y al Fed Watch Tool del CME

Figura n°7: % Neto de Respuestas Endureciendo las Condiciones Crediticias



Fuente: en base al SLOOS de la Reserva Federal

Como ya ha comentado Jerome Powell en diversas ruedas de prensa, uno de los tantos temas que está bajo el monitoreo del FOMC, para sus definiciones con respecto a la tasa de política monetaria, es el endurecimiento de los requisitos que los bancos exigen para otorgar créditos. Dicho relevamiento, la Reserva Federal lo realiza mediante el reporte conocido como SLOOS (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices). De acuerdo al último reporte publicado la semana pasada, durante el segundo trimestre el porcentaje neto de entidades que endurecieron los requisitos, de acuerdo a la figura nº7, alcanzó al 50,8% superando el 46,0% de la encuesta previa y el 24,2% de igual trimestre del 2022.

Este aumento de los requerimientos que viene realizando el sistema bancario, es un endurecimiento adicional al que realiza el FOMC. Algunos analistas estiman que el endurecimiento realizado por los bancos podría ser equivalente a 50 pbs, por lo que la tasa conjunta de política monetaria entre la ejecutada por el FOMC y el sistema bancario sería de 600 pbs, que se aproxima a los objetivos que sugieren algunas reglas clásicas de política monetaria, como la "Taylor Rule".

RENTA FIJA

La agencia calificadora Fitch rebajó la calificación crediticia soberana de EE. UU. de largo plazo, un escalón a AA+ desde AAA. Los fundamentos sobre los cuales la calificadora ha tomado la decisión son los siguientes:

Erosión de la gobernabilidad: Fitch señaló que se ha observado un deterioro constante de los estándares del gobierno durante los últimos 20 años, con respecto a los asuntos fiscales y de deuda. Los repetidos enfrentamientos políticos sobre el límite de la deuda y las resoluciones a última hora, han erosionado la confianza en la gestión fiscal.

Creciente déficit del gobierno general: Fitch prevé un déficit público del 6,6 % del PIB en 2024 y una ampliación al 6,9 % del PIB en 2025. Cabe destacar el impacto de la combinación de mayores niveles de deuda y mayores tasas de interés. Se espera que el porcentaje de los ingresos del gobierno para pagar intereses, alcance el 10% en 2025 (en comparación con el 2,8% de la mediana "AA" y el 1% de la mediana "AAA").

Aumento de la deuda del gobierno general: Fitch proyecta que la relación deuda pública/PIB aumente durante el período de pronóstico, alcanzando el 118,4% en 2025. Les preocupa que "la relación de deuda sea más de dos veces y media más alta que la mediana "AAA" de 39,3% del PIB y mediana "AA" del 44,7% del PIB.

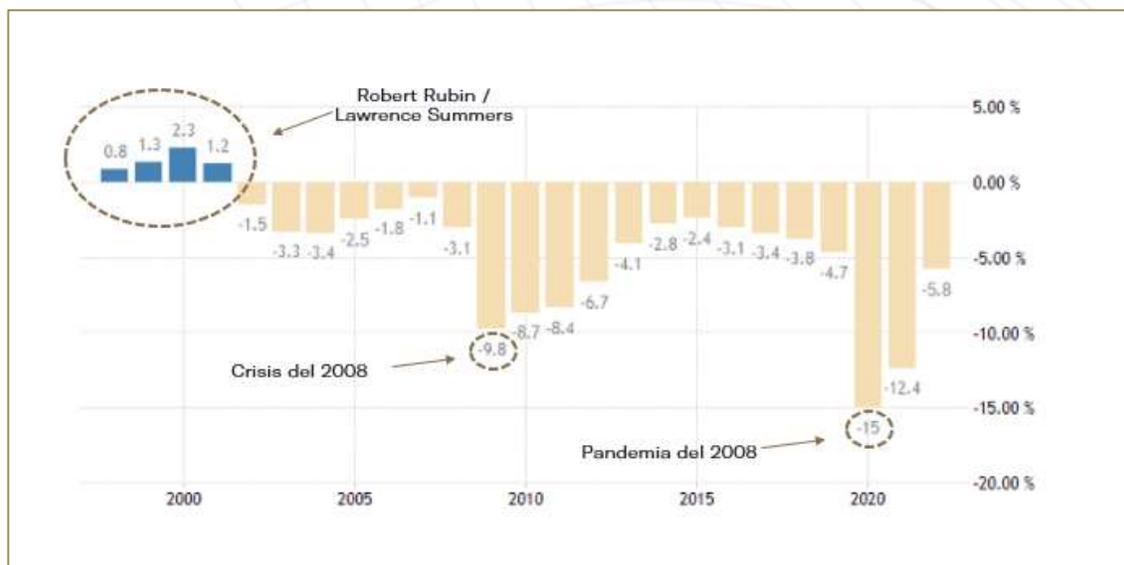
Desafíos fiscales a mediano plazo sin resolver: Fitch destaca costos más altos por pagos de intereses, atención médica y otros gastos gubernamentales. Además, señala que es probable que aumente la presión política para extender los recortes de impuestos de 2017 que expiran en 2024.

La noticia generó sorpresa más por su "timing" que, por sus fundamentos, dado que no se descartaba que, en el medio de la negociación del límite del endeudamiento, alguna calificadora tomase una decisión así, como ya lo había hecho S&P en agosto de 2011. No obstante, téngase en cuenta que Fitch anunció su decisión un día después que el Tesoro anunciara su estimación de colocación de deuda para lo que resta del año, con la impresionante cifra de USD 1,85 trillones americanos, equivalentes al 7% del PBI.

Con respecto a la erosión de la gobernabilidad, la realidad es que Fitch tiene argumentos para exponerlo. Fue una sorpresa que el mismo Joe Biden utilizara como argumento en la negociación del "debt ceiling", llegar a invocar a la enmienda 14ª de la Constitución, llevando al país al borde de una controversia jurídico que afortunadamente se evitó.

Con respecto al crecimiento del déficit, como se puede apreciar en la figura nº8, EE.UU. se encuentra muy lejos de las épocas en los que los secretarios Robert Rubin y Lawrence Summers llevaron al país al superávit fiscal.

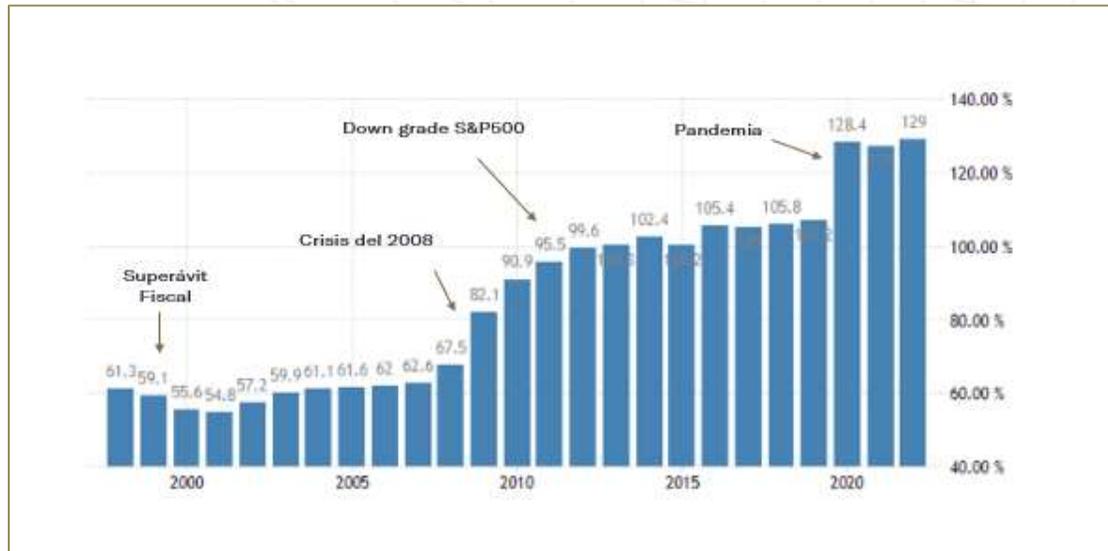
Figura nº8: Superávit Fiscal del Tesoro de EE.UU. en % del PBI



Fuente: en base a Trading Economics

Si bien Janet Yellen, actual secretaria del Tesoro, logró reducir el déficit desde el abrumador 15% que alcanzó por las medidas contra cíclicas para contrarrestar los efectos de la pandemia, los niveles proyectados por Fitch ponen en claro la necesidad de hacer foco en el tema, teniendo en cuenta la dinámica reciente de la deuda que se puede observar en la figura nº9.

Figura n°9: Deuda Pública de EE.UU. en % del PBI



Fuente: en base a Trading Economics

Téngase en cuenta que cuando S&P bajó la calificación de "AAA" a "AA+" el tamaño de la deuda era de 95,5% del PBI.

Por último, con respecto a los desafíos fiscales, queda claro que en la última negociación del "Debt Ceiling" básicamente lo que se acordó fue postergar un debate más serio para más adelante, por lo que debe tenerse en cuenta que el acuerdo vigente vence en enero de 2025.

Habiendo analizado el tema del "timing" de la decisión y sus fundamentos, es un desafío tratar de entender las repercusiones sobre los mercados, más allá de la volatilidad de corto plazo.

El influyente Jamie Dimon, CEO de JPMorgan Chase, expresó que "realmente no importa tanto", porque es el mercado, no las agencias calificadoras, el que determina los costos de endeudamiento. Además, agregó que es "ridículo" que otros países tengan calificación más alta que EE.UU., cuando dependen de la estabilidad creada por EE.UU. y su ejército.

En una entrevista de CNBC a Warren Buffet, el director de Berkshire Hathaway dijo en referencia a la decisión de Fitch: "Hay algunas cosas por las cuales la gente no debería preocuparse, esta es una de esas cosas".

Más allá de estas contundentes opiniones, a algunos analistas les preocupa que esta decisión de Fitch, pueda motivar a otra calificadora a modificar su calificación sobre EE.UU.

En el caso de S&P, luego de haber bajado su "Rating" de "AAA" a "AA+" el 5 de agosto de 2011, subió su "Outlook" de negativo a estable el 10 de junio de 2013. A partir de dicha fecha no se ha pronunciado sobre la deuda de EE.UU.

En el caso de Moody's, mantiene el "Rating" "Aaa", siendo su última comunicación el 18 de julio de 2013, cuando elevó el "Outlook" de negativo a estable.

Quizás menos conocida, también es relevante DBRS-Morningstar, quien recientemente (28 de julio de 2023), no sólo mantuvo su "Rating" en "AAA", sino que mejoró el "Outlook" de "negative Watch" a estable.

Como se puede observar en la figura nº10, la noticia de Fitch provocó más movimiento a la "yield curve", de la que ya había tenido durante julio.

Figura nº10: Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

Este movimiento en la "yield curve" sobre todo en el tramo largo, generó una caída en los precios de todos los bonos del Tesoro, pero en forma más marcada en los de mayor "duration", como se puede apreciar en la figura nº11. **Una vez más, lo ocurrido la semana pasada nos vuelve a demostrar la importancia de ser cuidadoso este año con la "duration" en la cartera.**

Figura nº11: Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Financial Times

S&P500

En el reporte anterior advertimos que, si bien mantenemos una lectura constructiva de mediano plazo, había señales técnicas que no se podían ignorar:

- 1) El índice se encuentra en la zona de resistencia del canal alcista de mediano plazo.
- 2) Dicha zona coincide con una resistencia definida en marzo del año pasado.
- 3) El MACD no sólo indica señal bajista, sino que también divergencia bajista.
- 4) El RSI se encuentra en zona de sobrecompra y también ha formado señal bajista.

En dicho contexto, como se puede observar en la figura nº12, **la noticia de Fitch fue el catalizador del inicio de una corrección que nos lleva a la pregunta: ¿Dónde está el piso del mercado?**

En principio, dentro del escenario constructivo, se habilitarían dos escenarios que se destacan en la figura nº13: **a) lateralización y b) "pull back"**. El escenario de lateralización es por el momento nuestro base y tendría como soporte la zona de 4.450. El "pull back" significaría una corrección mayor y tendría como soporte la zona de 4.330, que coincide con el primer retroceso de Fibonacci, de todo el canal alcista y con el máximo de agosto de 2022.

Figura nº12: S&P500 – Lectura técnica de la Resistencia del Canal Alcista



Fuente: en base a Investing

Figura nº13: S&P500 – Soportes Potenciales



Fuente: en base a Investing

Más allá de las interpretaciones técnicas, es importante tener en cuenta otras consideraciones. Obviamente, en este contexto tan sensible, **cualquier sorpresa negativa en los indicadores de inflación y del mercado laboral, inclinarían la balanza hacia el escenario de “pull back”**.

Otro aspecto central es que la temporada de publicación de resultados continúe con un porcentaje de sorpresas positivas que claramente supere el promedio histórico (66,4%) y que se mantenga en línea con el promedio de los últimos cuatro trimestres (73,4%). En ese sentido, como se destaca en la figura n°14, con 422 compañías de las 500 que componen el índice, que ya han publicado sus resultados al viernes 4 de agosto, el porcentaje de sorpresas positivas ha vuelto a ascender ligeramente alcanzando el 79,1%.

Figura n°14: S&P500 – 2T2023 Ganancias vs. Expectativas

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	42	79,2	83,3	2,4	14,3
Consumer Staples	37	26	70,3	88,5	3,8	7,7
Energy	23	21	91,3	71,4	9,5	19,1
Financials	72	68	94,4	69,1	5,9	25,0
Health Care	65	51	78,5	92,2	0,0	7,8
Industrials	75	66	88,0	74,2	7,6	18,2
Materials	29	25	86,2	80,0	4,0	16,0
Real Estate	31	31	100,0	67,7	16,1	16,2
Information Technology	65	49	75,4	91,8	2,0	6,2
Communication Services	20	15	75,0	86,7	0,0	13,3
Utilities	30	28	93,3	67,9	10,7	21,4
S&P500	500	422	84,4	79,1	5,5	15,4

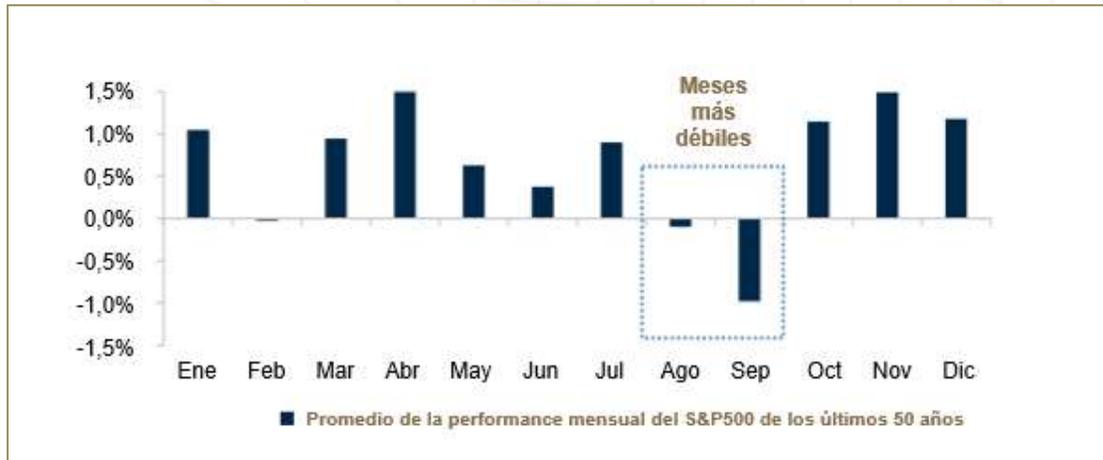
Fuente: en base a Refinitiv

Por lo tanto, se sigue consolidando la idea de un recalcule ascendente en las estimaciones de ganancias. Como venimos anticipando, las estimaciones actuales son menos negativas que las vigentes al comienzo de la temporada (-4,2% vs. -7,0%).

Si bien desde el punto de vista de la temporada de publicación de resultados trimestrales de las compañías, aumenta la probabilidad de nuestro escenario base, es decir “lateralización” en lugar de “pull back”, no podemos dejar de tener en consideración algunos aspectos estacionales y estadísticos.

Como se puede observar en la figura n°15, **hemos ingresado a los dos meses con más estacionalidad negativa en la performance del índice.**

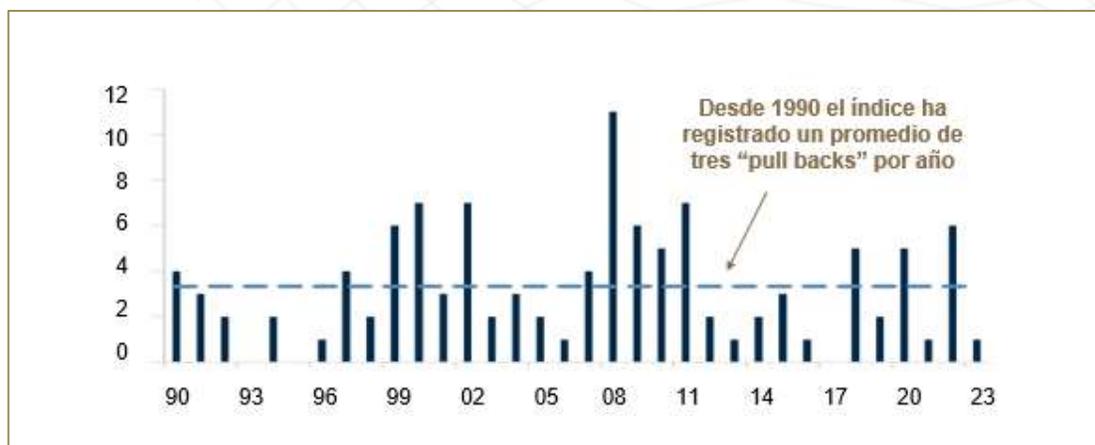
Figura n°15: S&P500 – Estacionalidad mensual de la performance



Fuente: en base a Raymond James

Otro aspecto a tener en cuenta, es que como se puede apreciar en la figura n°16, **desde 1990 el promedio de "pull backs" de aproximadamente 5% fue de tres. Téngase en cuenta que 2023 viene siendo un año muy positivo donde el S&P500 sólo ha registrado un "pull back"**, como se puede observar en la figura n°13.

Figura n°16: S&P500 – Cantidad de "Pull backs" de 5% cada año



Fuente: en base a Raymond James

Descargo de Responsabilidad

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.