

5 de septiembre de 2023

Weekly Global Outlook

Comenzó septiembre, el mes con la estacionalidad más desafiante del año.

Durante los últimos días se dio a conocer **el índice de precios del PCE** (Personal Consumption Expenditures). **Su lectura interanual "core" fue de 4,2% completamente en línea con el consenso de expectativas, pero confirmó una ligera aceleración con respecto a la lectura previa de 4,1%, así como también un suave alejamiento de la proyección de la Reserva Federal para fin de año de 3,9%.**

De todos los indicadores publicados del mercado laboral, se puede concluir que el mismo ha comenzado a normalizarse en forma gradual, lo cual es positivo para el mercado. No obstante, **es negativo que se mantenga el fenómeno de "sticky" (pegajoso) en 4,3%/4,4%** en el aumento anual del ingreso promedio recibido por hora de trabajo.

Continúan las visiones divididas entre los miembros del FOMC, en cuanto a que hacer con la tasa, pero el mercado descuenta con un 93% de probabilidad que no la aumentará en la reunión del 20 de septiembre. El tema a tener en cuenta es si modifica la proyección de tasas.

Mediante el seguimiento de los "bid to cover" de las últimas licitaciones, el mercado ha estado más demandante de deuda corta que larga. No obstante, también es interesante resaltar que el Tesoro ha tenido que convalidar tasas más altas con respecto a emisiones anteriores, para poder lograr esa demanda. Hacia adelante hay visiones muy opuestas sobre el futuro de las tasas largas. **Teniendo en cuenta la historia desde los 80, no ha sido la regla que la tasa de 10 años quede mucho tiempo por debajo de la tasa de Fed Funds.**

Como hemos comentado en el reporte anterior, **nuestro escenario base de mediano plazo sigue siendo aquel en el cual el S&P500 recupera todo el terreno perdido durante 2022, con la forma de una "U".** Entre los fundamentos de dicho escenario figuran un potencial escenario de "soft landing" en lugar de recesión y el **crecimiento potencial del 14,2%** que surge del análisis realizado por FactSet. Más allá de esta lectura constructiva de mediano plazo, y que sigue vigente la señal de compra en el MACD, **la historia estacional negativa de septiembre nos genera una cierta aprensión en el corto plazo, que nos lleva a sugerir cautela en el posicionamiento.**

ECONOMÍA

Durante los últimos días se dieron a conocer algunos indicadores económicos de alta relevancia para los mercados, entre ellos el índice de precios del PCE (Personal Consumption Expenditures) y una batería de indicadores del mercado laboral, entre los que destacamos "JOLTS" (Job Opening and Labor Turnover Survey) y "Employment Situation Report" (reporte de la situación del empleo).

Más precisamente, **el jueves pasado el BEA (Bureau of Economic Analysis) publicó su reporte que incluye al índice de precios del PCE**, el cual es el termómetro que utiliza el FOMC de la Reserva Federal para fijar su objetivo de largo plazo de inflación de 2%.

Como se resalta en la figura n°1, **la lectura interanual publicada fue de 3,3% completamente en línea con el consenso de expectativas** y ligeramente por encima de la proyección de 3,2% para fin de año de la Reserva Federal.

Donde sigue el foco de atención es en la definición "core", **la lectura interanual publicada fue de 4,2% también completamente en línea con el consenso de expectativas, pero confirmó una ligera aceleración con respecto a la lectura interanual previa de 4,1%**, así como también se encuentra un poco más lejos de la proyección de la Reserva Federal para fin de año de 3,9%.

Figura n°1: PCE



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Pasando a los indicadores del mercado laboral, el martes pasado el BLS (Bureau of Labor Statistics) publicó el JOLTS, el cual como se puede observar en la figura n°2 sorprendió con un número de nuevas ofertas de puestos de trabajo de 8.827.000, el cual quedó por debajo del consenso de expectativas de 9.559.000 y por debajo también tanto de la lectura previa (9.528.000), como de su revisión a la baja (9.165.000).

Estas cifras indican que el mercado laboral se está desacelerando gradualmente después de meses de ajuste sin precedentes de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. El comportamiento sectorial y regional no ha sido homogéneo. El nivel de ofertas de empleo disminuyó en servicios profesionales y empresariales (-198.000), atención sanitaria y asistencia social (-130.000), gobierno estatal y local, excluyendo educación (-67.000), educación de gobiernos estatales y locales (-62.000); y gobierno federal (-27.000). Por el contrario, hubo aumentos en información (+101.000), así como en transporte, y almacenamiento (+75.000). En cuanto a la distribución regional, las ofertas de empleo disminuyeron en el Sur (-356.000) y el Medio Oeste (-69.000), mientras que aumentaron en el Oeste (+57.000) y el Noreste (+29.000).

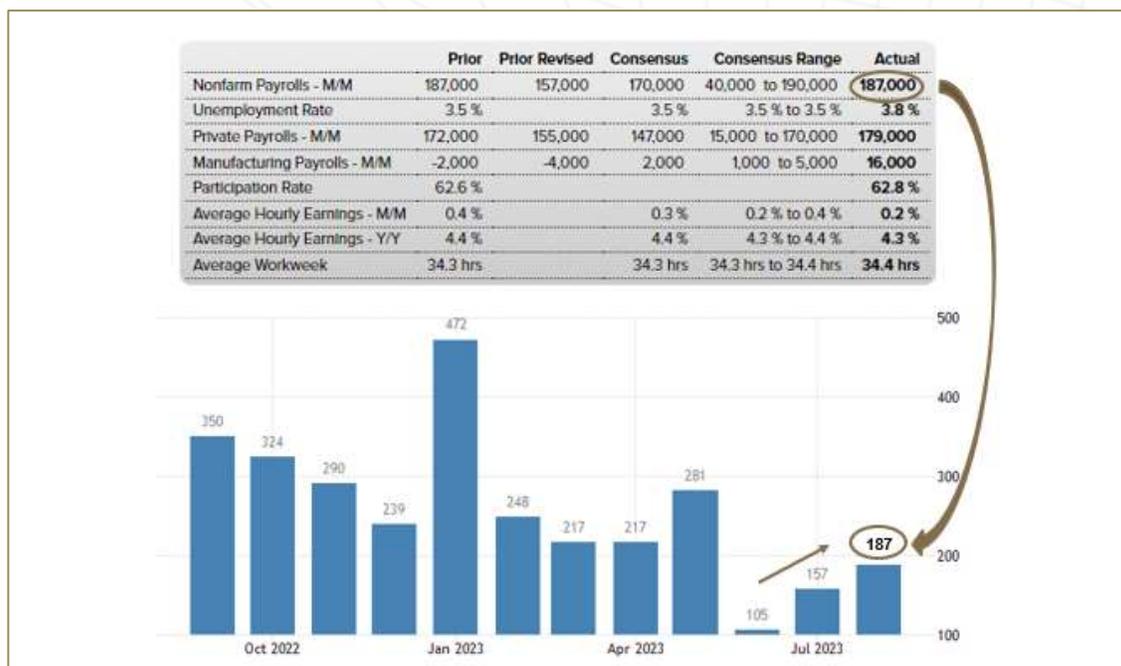
Figura n°2: JOLTS



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

El viernes, también el BLS publicó el "Employment Situation Report", cuyo resumen se puede apreciar en la figura n°3, y del cual se pueden realizar varios comentarios.

Figura n°3: Situación del Empleo



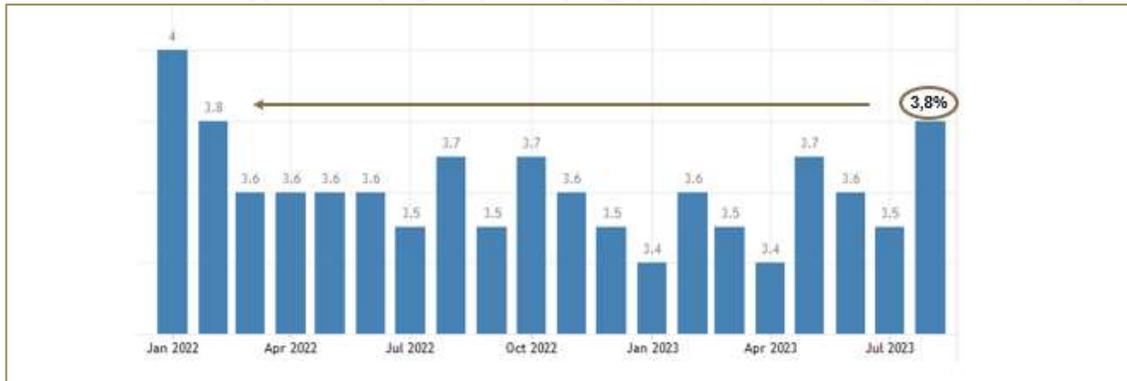
Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

El total de las nóminas salariales, exceptuado el sector agrícola, se incrementó durante agosto en 187.000, superando el consenso de expectativas de 170.000. Esta lectura en forma independiente es negativa para el mercado, dado que el FOMC se sentiría más cómodo con un crecimiento más cercado a los 100.000.

Con respecto a la tasa de desempleo, el dato publicado de 3,8% representa no sólo haber superado al consenso de expectativas de 3,5% sino que constituye la lectura más alta desde comienzos de 2022, como se puede observar en la figura n°4. Para el público en general, esta noticia transmite la impresión que el mercado laboral comienza a estar menos ajustado.

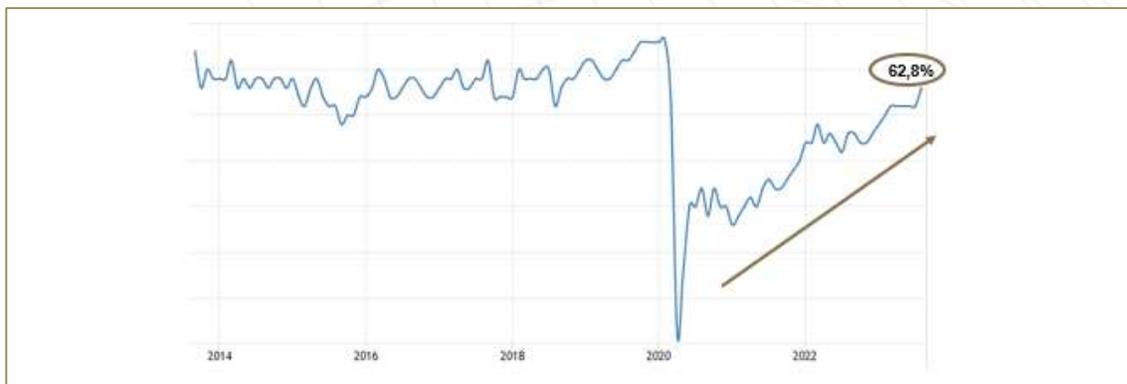
El aumento en la tasa de desempleo en buena medida fue explicado por el aumento en el número de personas que buscaron trabajo durante agosto. Es decir, por el incremento de la "Participation Rate" (tasa de participación o de actividad) la cual creció desde 62,6% (lectura previa) a 62,8%. Se puede apreciar en la figura n°5 como la misma viene creciendo en forma gradual acercándose a los niveles pre pandemia. **Al igual de lo comentado con respecto a los JOLTS, este proceso también forma parte de la gradual normalización del mercado laboral, lo cual es positivo para el mercado.**

Figura n°4: Tasa de Desempleo



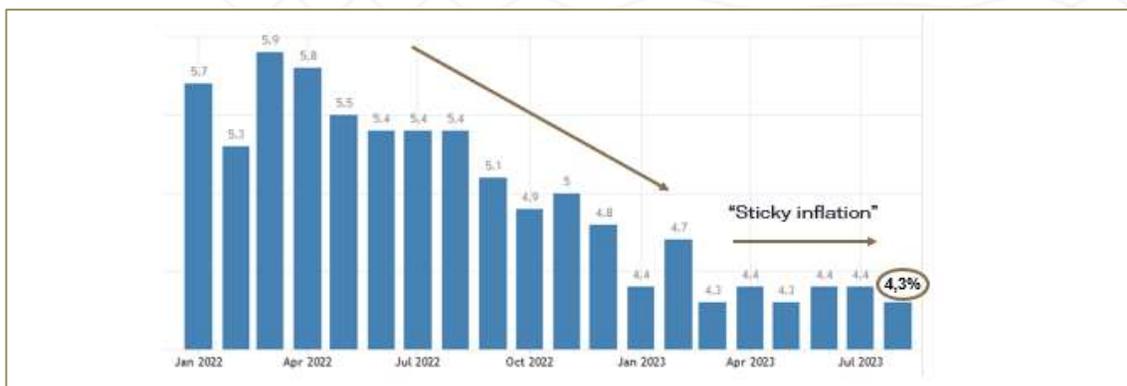
Fuente: en base a Trading Economics

Figura n°5: Tasa de Participación o Actividad



Fuente: en base a Trading Economics

Figura n°6: Ingreso promedio por hora trabajada (variación anual)



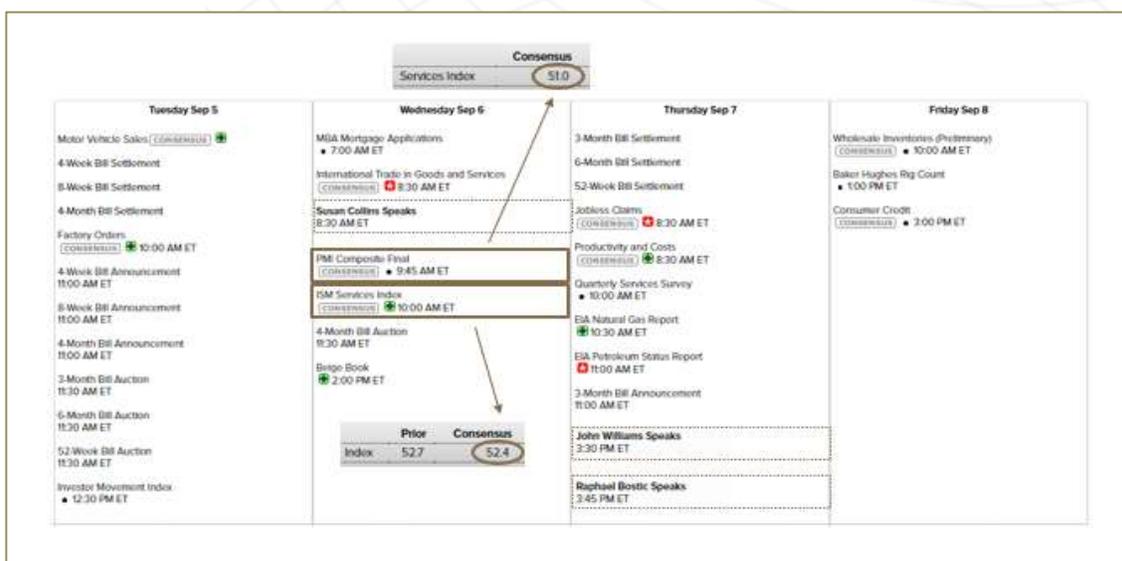
Fuente: en base a Trading Economics

Por último, merece también un comentario el "Average Hourly Earning" (ingreso promedio por hora de trabajo), el cual aumentó en forma interanual 4,3% quedando por debajo del consenso de expectativas (4,4%) como se puede apreciar en la figura n°3 y de la lectura previa (4,4%), como se puede observar en la figura n°6.

Este dato en si mismo tiene dos lecturas contrapuestas. Por un lado, es claramente positivo para el mercado que haya quedado por debajo del consenso de expectativas, pero **es negativo que se mantenga el fenómeno de "sticky" (pegajoso) en 4,3%/4,4%** como se puede apreciar en la mencionada figura. Jerome Powell viene explicando en sus presentaciones y en particular lo hizo en Jackson Hole, que la mayor razón de la "sticky inflation" son los servicios mano de obra intensivos. Por lo tanto, **el hecho que la variación anual del ingreso promedio por hora de trabajo se mantenga en el rango mencionado, sigue justificando la postura de los miembros del FOMC que consideran que todavía queda trabajo por hacer.**

Con respecto al calendario económico, no hay agendados indicadores que tengan gran relevancia para los mercados. Probablemente, el mercado preste cierta atención el miércoles al PMI Composite Final y al ISM Services Index, que son índices relacionados con el nivel de actividad. Tienen agendadas presentaciones: Susan Collins (presidenta de la Reserva Federal de Boston), John Williams (presidente de la Reserva Federal de New York y vicepresidente del FOMC) y Raphael Bostic (presidente de la Reserva Federal de Atlanta). Collins tiene un perfil relativamente neutro, Williams ligeramente "hawkish", mientras que Bostic también ligeramente "hawkish", aunque la semana pasada dejó un mensaje "dovish".

Figura n°7: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Durante la semana pasada, algunos integrantes de la Reserva Federal hicieron presentaciones en las cuales se refirieron a la situación de la economía de los EE.UU., mostrando diferencias en sus puntos de vista.

Raphael Bostic, presidente de la Reserva Federal de Atlanta, en el marco de una presentación en el Banco Central de Sudáfrica, **dijo: "creo que la política es apropiadamente restrictiva"**, y agregó **"debemos ser cautelosos y pacientes y dejar que la política restrictiva continúe influyendo en la economía, no sea que corramos el riesgo de endurecer demasiado e infligir un dolor económico innecesario"**.

Con una lectura distinta de la situación, la presidenta de la Reserva Federal de Cleveland, **Loretta Mester**, quien no vota este año en el FOMC, **dijo que la inflación sigue siendo demasiado alta a pesar de las recientes mejoras, y que el mercado laboral sigue siendo fuerte.**

Si bien Mester no especificó si cree que se necesite otro aumento de las tasas de interés o qué cree que debería hacer la Reserva Federal en su reunión de política monetaria del 19 y 20 de septiembre, afirmó "las cuestiones de política monetaria son si el nivel actual de la tasa de fondos federales es suficientemente restrictivo y cuánto tiempo será necesario que la política siga siendo restrictiva para mantener la inflación bajando de manera sostenible y oportuna hacia nuestra meta del 2%".

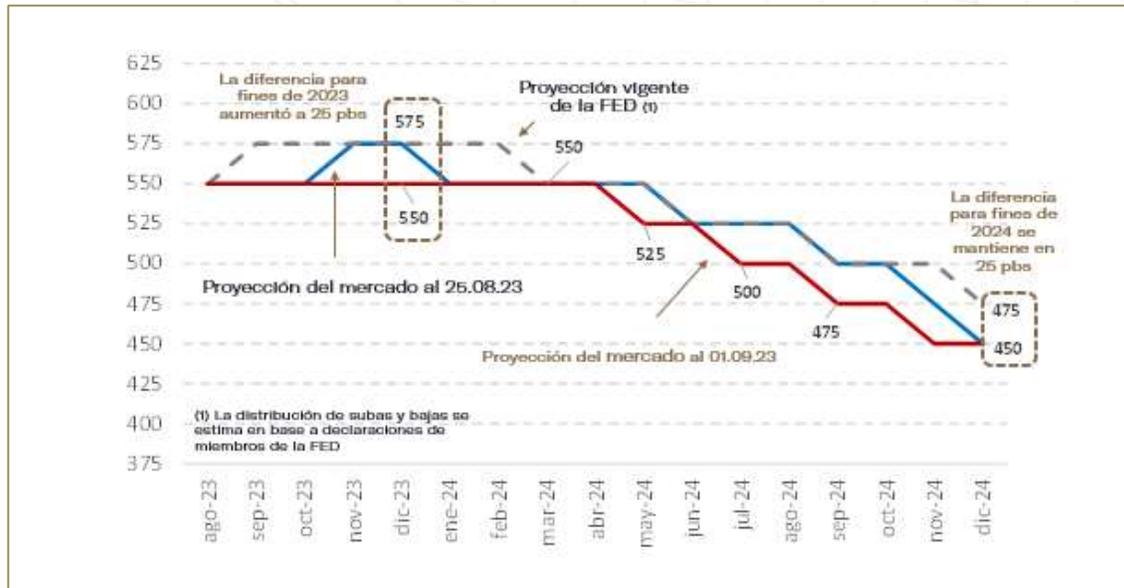
Su presentación tuvo lugar luego de conocido el reporte del mercado laboral, por lo que reconoció que las acciones de la Reserva Federal están ayudando a que el mercado laboral alcance un mejor equilibrio, pero consideró que el mismo aún está muy ajustado.

Coincidiendo con lo expresado por Jerome Powell, Mester afirmó que "las futuras decisiones de política monetaria tendrán que ver con la gestión de los riesgos y los costos inter temporales de un ajuste excesivo frente a un ajuste insuficiente de la política monetaria".

En ese sentido, **a diferencia de la postura de Bostic, Mester consideró que sería un peor error no ajustar la política lo suficiente.**

Más allá de las presentaciones de los miembros de la Reserva Federal, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME, durante la semana hubo algunas modificaciones en las expectativas del mercado. Como se puede apreciar en la figura n°8, al comparar las expectativas al viernes 1º de septiembre (línea de color rojo oscuro) con respecto a las del viernes 25 de agosto (línea de color azul).

Figura nº8: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



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

El mercado considera con un 93% de probabilidad de ocurrencia que el FOMC no aumentará su tasa de política monetaria en la reunión del 20 de septiembre y que tampoco lo hará en las próximas reuniones, pero una probabilidad más baja de ocurrencia.

Con respecto al proceso de baja de la tasa, considera que la misma comenzaría en el segundo trimestre del 2024. La diferencia entre las expectativas del mercado y la proyección vigente del FOMC para fines de este año volvió a ampliarse en 25pbs. Con respecto a fines del 2024 se mantiene también en 25 pbs. Queda claro, que salvo que el FOMC modifique sus proyecciones en la reunión del 20 de septiembre, actualmente las diferencias entre las expectativas del mercado y el FOMC son marginales. Como ya hemos planteado en reportes anteriores, por el momento no consideramos que este sea un tema central de debate.

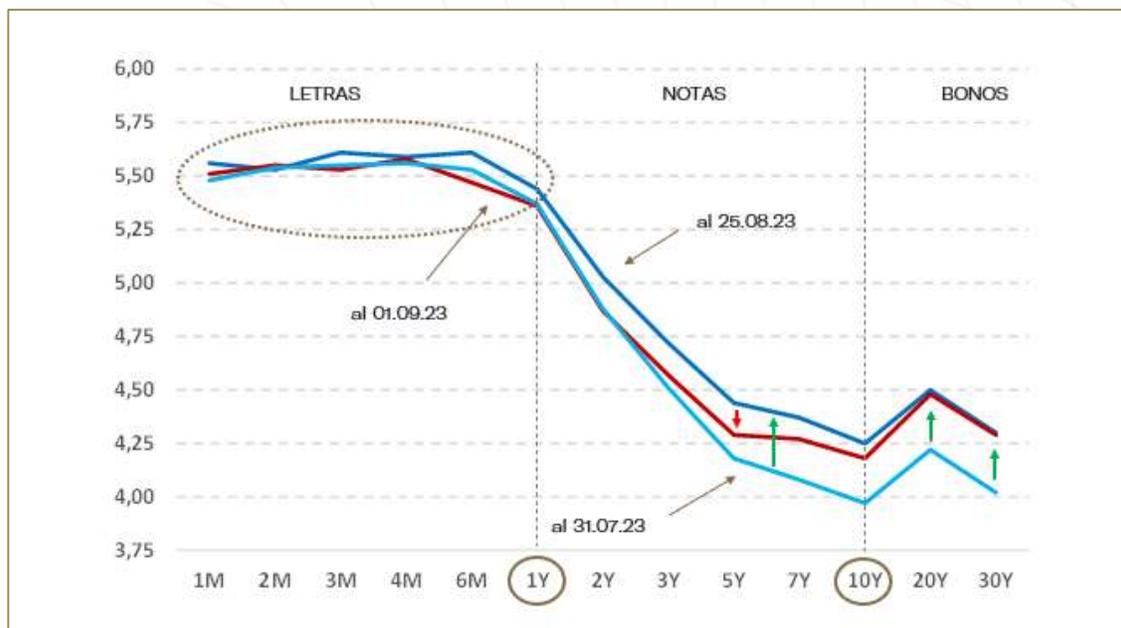
RENTA FIJA

Como hemos planteado en reportes anteriores, lo ocurrido con la deuda durante agosto no ha tenido tanto que ver con las expectativas de la tasa del FOMC, sino con eventos como: a) el aumento de las necesidades para el tercer trimestre, anunciado por el Tesoro, b) el "down grade" de la deuda de largo plazo por parte de Fitch, c) la modificación que decidió el Banco de Japón con respecto al techo del rendimiento del bono a 10 años y d) la licitación del bono a 30 años del 10 de agosto, en la cual el "bid to cover ratio" quedó por debajo de 2,5.

A su vez, en un contexto donde la Reserva Federal continúa con su programa de reducción de la hoja de su balance, lo que la lleva a desprenderse de instrumentos de deuda del Tesoro.

De la figura nº9, podemos resumir algunas conclusiones con lo que ocurrió con la "yield curve" del Tesoro de EE.UU. durante agosto y en particular durante la última semana.

Figura nº9: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Si bien se puede apreciar un poco de volatilidad en el tramo de las letras, lo más relevante de este segmento es que mantienen un rendimiento en torno al 5,50% y consideramos que se mantendrá en dicho nivel en lo que resta del año.

Tanto en el tramo medio (notas), como en el tramo largo (bonos), durante agosto se generó un importante castigo en los precios que desplazó la curva en forma ascendente. No obstante, durante la última semana el tramo a 2 años recuperó todo el terreno que había perdido durante las primeras tres semanas, así como también se puede apreciar una recuperación parcial en el tramo superior a 2 años e inferior a 20 años, mientras que en el tramo más largo (de 20 a 30 años) no se registró recuperación.

Esta recuperación que comentamos, sobre todo en el tramo de las notas, ha tenido su correlato en las licitaciones de la semana con "bid to cover ratio" superiores a 2,5 como se puede apreciar en la figura nº10.

Figura n°10: Licitaciones de Notas y Bonos del Tesoro de EE.UU.

Fecha de Licitación	Plazo años	Tasa día anterior [1]	Tasa de cupón	Tasa máxima	Tasa día de cierre [2]	Precio por 100 USD	Monto colocado [3]	Bid to cover
08.08.23	3	4,440	4,375	4,398	4,360	99,936014	42	2,90
09.08.23	10	4,020	3,875	3,999	4,000	98,986162	38	2,56
10.08.23	30	4,180	4,125	4,189	4,250	98,912672	23	2,42
23.08.23	20	4,610	4,375	4,499	4,460	98,374204	16	2,56
28.08.23	2	5,030	5,000	5,024	4,980	99,954869	45	2,94
28.08.23	5	4,400	4,375	4,400	4,380	99,888884	46	2,54
29.08.23	7	4,320	4,125	4,212	4,210	99,477286	36	2,66

(1) Valor del plazo de licitación en la "yield curve" del día anterior
(2) Valor del plazo de licitación en la "yield curve" del día de cierre de la licitación
(3) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

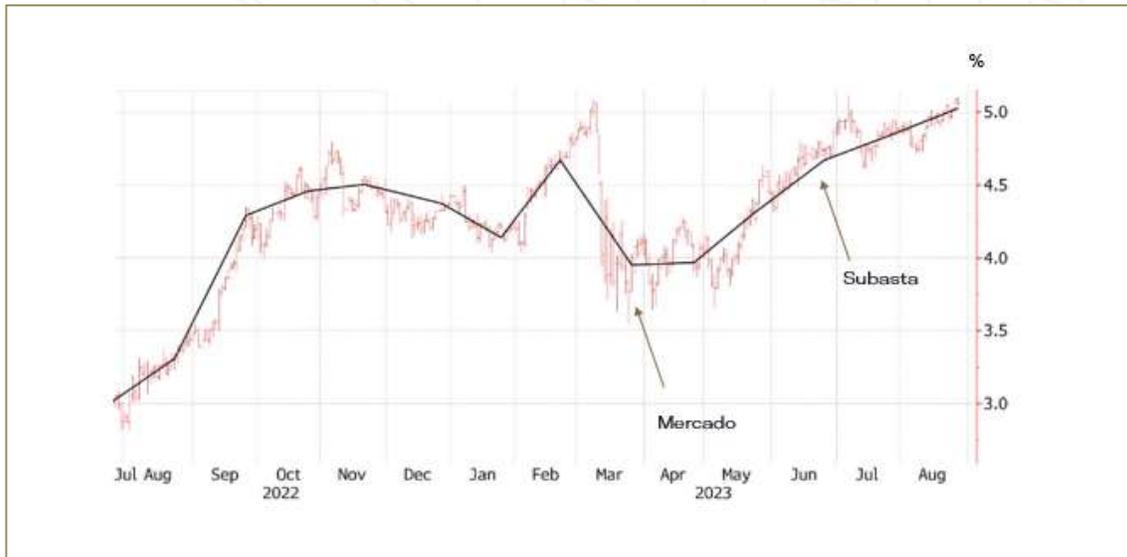
En términos generales podemos decir que **mediante la lectura de los "bid to cover", el mercado ha estado más demandante de deuda corta que larga.**

No obstante, también es interesante resaltar que **el Tesoro ha tenido que convalidar tasas más altas con respecto a emisiones anteriores, para poder lograr esa demanda.** En el caso particular de la subasta de la nota a 2 años del 28 de agosto por USD 45.000 MM, se terminó adjudicando a una tasa de descuento de 5,024% convirtiéndose en la más alta desde 2006. Como se detalla en la figura n°10, la misma pagará intereses a una tasa del 5,0%, la más alta de este año, como se puede apreciar en la figura n°11.

En dicha figura se puede observar que si bien la tasa a 2 años ya había alcanzado durante marzo un valor similar a los máximos de agosto, como la subasta de este plazo de notas suele suceder a fines de mes, en el caso de marzo al momento de efectuarse la licitación la tasa había disminuido.

En el caso de la subasta de la nota a 5 años por USD 46.000 MM que también ocurrió el 28 de agosto, obtuvo un rendimiento del 4,400%, representando el mayor rendimiento desde 2007.

Figura n°11: Tasa a 2 años, mercado versus subastas



Fuente: en base a Bloomberg

Como venimos señalando en reportes anteriores, hacia adelante hay visiones opuestas. Por un lado, hay estrategias que consideran que el movimiento de las tasas durante agosto fue un "overshooting" y proyectan a 12 meses, una tasa de 10 años en 3,25%, como la registrada entre fines de marzo y comienzos de abril. En el otro extremo Lawrence Summers considera que el mercado debería hacerse a la idea que más allá de los movimientos de corto plazo, la tasa a 10 años podría ubicarse en 4,75%.

Volviendo al tema de las expectativas sobre las tasas del FOMC, más allá de eventos comentados, el proceso de convencimiento por parte del mercado, del mensaje transmitido por la Reserva Federal de "higher for longer", también ha venido poniendo presión sobre los rendimientos de los tramos medio y largo de la curva.

En el caso particular de la tasa a 10 años, se puede observar en la figura n°12 como la misma ha venido aumentando desde comienzos de abril, dentro de lo que podemos definir como un canal alcista. Entre los días 21 y 22 de agosto se topó con la resistencia de 4,338% definida por el máximo registrado el 21 de octubre de 2022. A partir de allí, con clara divergencia bajista en el RSI y señal de venta en el MACD, la tasa retrocedió hasta un soporte clave en la zona de 4,097% definido por los máximos de marzo y julio de este año, el cual coincide con el primer retroceso de Fibonacci del canal alcista.

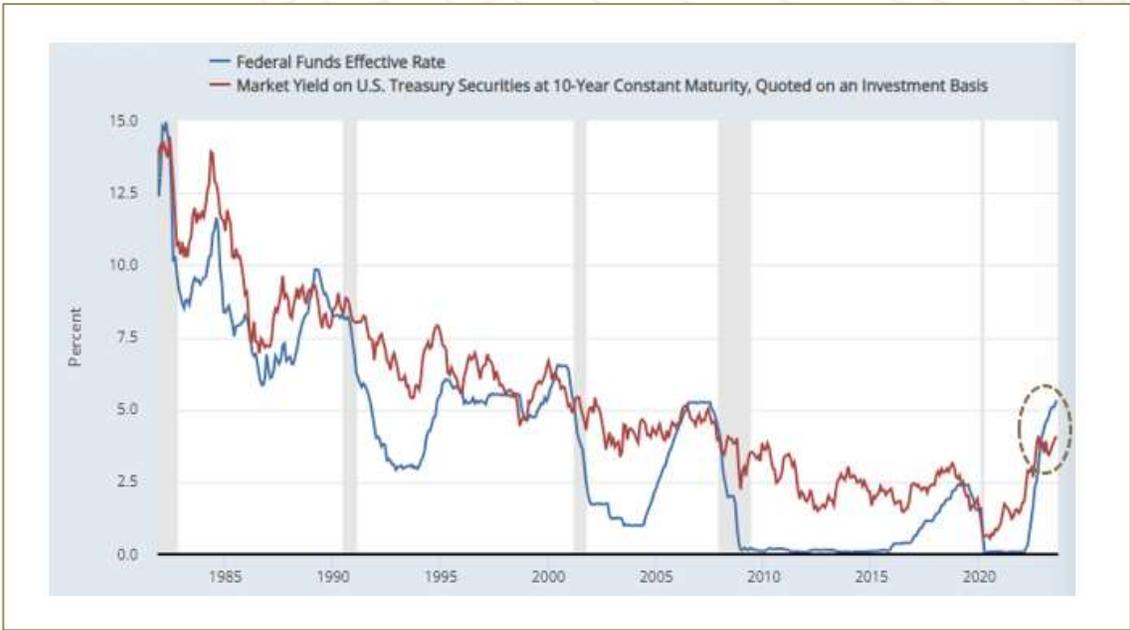
Si bien la tasa se ha encontrado con una resistencia en 4,338%, en la figura n°13 se puede apreciar que **teniendo en cuenta la historia desde los 80, no ha sido la regla que la tasa de 10 años quede mucho tiempo por debajo de la tasa de Fed Funds.**

Figura nº12: Tasa de 10 años



Fuente: en base a Investing

Figura nº13: Tasa de 10 años vs. Fed Funds



Fuente: en base a la Reserva Federal de St. Louis

En este contexto tenemos dos motivos que nos siguen fundamentando la conveniencia de ser cuidadosos con la "duration": a) la volatilidad que han registrado y que podrían seguir registrando las tasas, y b) si bien la chance de una suba de la tasa de política monetaria en la reunión del 20 de septiembre es percibida con una probabilidad de sólo el 7%, tengamos en cuenta que en dicha reunión corresponde la presentación de la actualización de las proyecciones económicas del FOMC. **Consideramos que la Reserva Federal podría utilizar a las mismas como para transmitir una señal "hawkish" en el sentido que aún podría haber una suba antes de finalizar en el año.**

Una vez más, en este contexto, más allá de potenciales oportunidades de "trading" en el corto plazo en bonos de larga "duration", seguimos prefiriendo devengar los rendimientos de las letras del Tesoro y complementar con instrumentos de crédito, pero de "duration" menor a 3 años para seguir acotando volatilidad, como se destaca en la figura nº14.

Figura nº14: Instrumentos sugeridos para una cartera conservadora



Fuente: en base a Financial Times

S&P500

Como hemos comentado en el reporte anterior, **nuestro escenario base de mediano plazo sigue siendo aquel en el cual el S&P500 recupera todo el terreno perdido durante 2022, con la forma de una "U" como lo viene haciendo durante buena parte del presente 2023, como se destaca en la figura nº15, ya compartida en el reporte anterior.**

Figura n°15: S&P500 desde comienzos de 2020



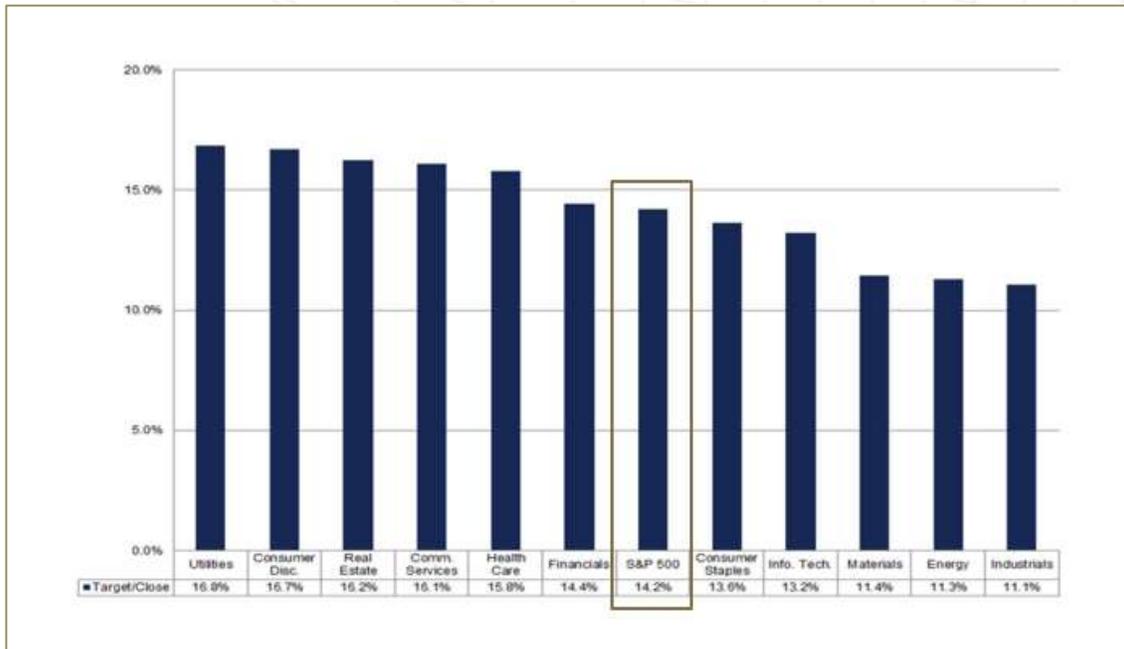
Fuente: en base a Investing

De acuerdo al relevamiento realizado por FactSet, la actualización de estimaciones de ganancias, combinado con la corrección de precios de agosto, ha generado un contexto de crecimiento potencial más ambicioso entre los "price target" y los actuales precios de mercado como se puede observar en la figura n°16.

De acuerdo a dicho análisis, **el mercado visto desde la perspectiva del S&P500 tendría un "upside potential" del 14,2%**. En un análisis sectorial, "utilities" y "consumer discretionary" serían los más destacados con subas potenciales de 16,8% y 16,7% respectivamente. En el otro extremo figuran "energy" e "industrials" con valores de 11,3% y 11,1% respectivamente.

Más allá de esta lectura constructiva de mediano plazo, y que como se puede apreciar en la figura n°17 sigue vigente la señal de compra en el MACD, **la historia estacional negativa de septiembre nos genera una cierta aprensión en el corto plazo, que nos lleva a sugerir cautela en los posicionamientos.**

Figura nº16: S&P500 – Precios Objetivos vs. Precios de Mercado al 01.09.23



Fuente: en base a FactSet

Figura nº17: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

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.