

12 de septiembre de 2023

Weekly Global Outlook

Test de la tasa a 10 años en la subasta de esta semana

Durante los últimos días, no se publicaron indicadores que normalmente tengan gran relevancia sobre los mercados. Sin embargo, **el índice de servicios "Services PMI", correspondiente a agosto, registró un valor de 54,5 superando en forma significativa al consenso de expectativas (52,4) y a la lectura previa (52,7).**

Con respecto al calendario económico, **la noticia más esperada será la publicación del IPC, la cual puede provocar algún ruido según como se la interprete. Lo relevante será la lectura "core" la cual marcaría una baja en la medición interanual de 4,7% a 4,4%.**

Será una semana relevante con subastas de instrumentos a 3, 10, 20 y 30 años. **Probablemente la mayor atención se enfoque en la subasta del bono a 10 años.**

Se sigue consolidando la opinión de que es poco probable que se produzca un aumento de la tasa en la reunión del FOMC de este mes. Sin embargo, la sorpresa generada por la publicación del "ISM Services Index" ha tenido su impacto en las expectativas de tasas para 2024.

El comienzo de septiembre ha sido negativo para todo tipo de deuda, con mayor castigo en los bonos más largos. **Seguimos considerando que tiene sentido 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.**

La temporada de resultados del 2T23 está llegando a su fin, cerrando con un porcentaje de sorpresas positivas de 78,7% versus un promedio histórico de 66,4%. Las ganancias agregadas terminarían el segundo trimestre con una caída interanual del 2,9% versus una estimación inicial de -6,7%. Según Refinitiv, aumentaron las estimaciones de ganancias para 2023 y 2024, las cuales serían de 2,4% para 2023 y 12,1% en 2024.

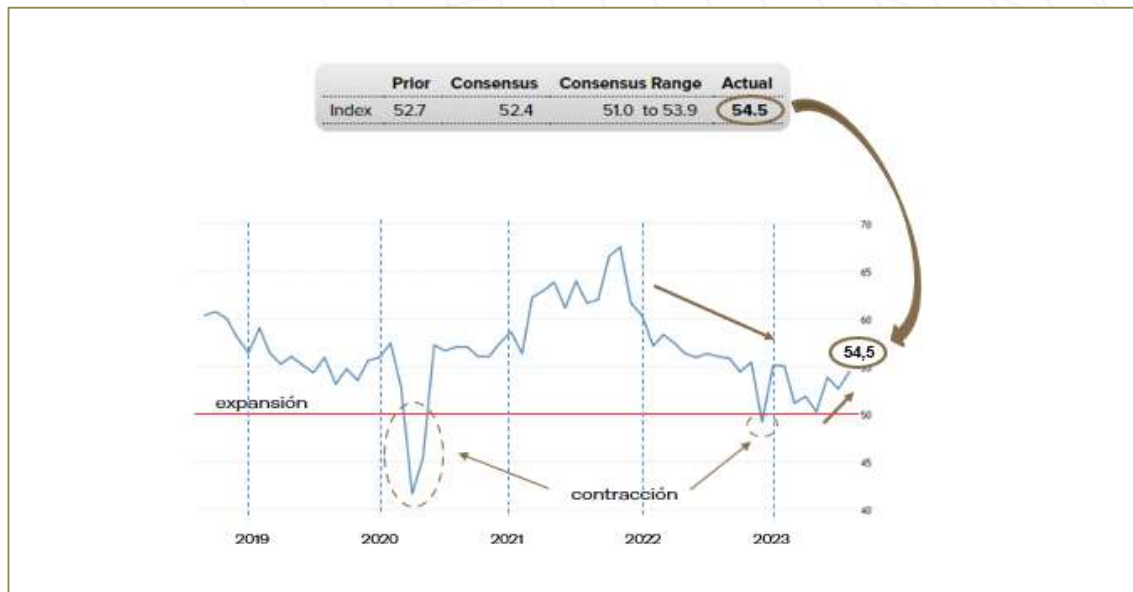
De acuerdo a FactSet, el "upside potential" del S&P500 sería del 15,8%. Por tal motivo, **seguimos manteniendo una lectura constructiva de mediano plazo, pero cautelosa para septiembre con riesgo de "pull back".**

ECONOMÍA

Durante los últimos días, no se publicaron indicadores que normalmente tengan gran relevancia sobre los mercados. Sin embargo, **de acuerdo al ISM (Institute for Supply Management), en agosto el índice de servicios "Services PMI" registró un valor de 54,5 superando en forma significativa al consenso de expectativas (52,4) y a la lectura previa (52,7)**, como se puede apreciar en la figura n°1.

Es importante destacar que una lectura superior a 50 sugiere que la actividad del sector se encuentra en expansión, mientras que por debajo de 50 en contracción.

Figura n°1: ISM Services Index



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Como se puede observar en la información detallada de la figura n°2, **el índice señala que en agosto la economía en general y el sector servicios en particular, han estado creciendo por octavo mes consecutivo**. Por otro lado, en la figura n°1 se destaca la última señal de contracción de diciembre de 2022.

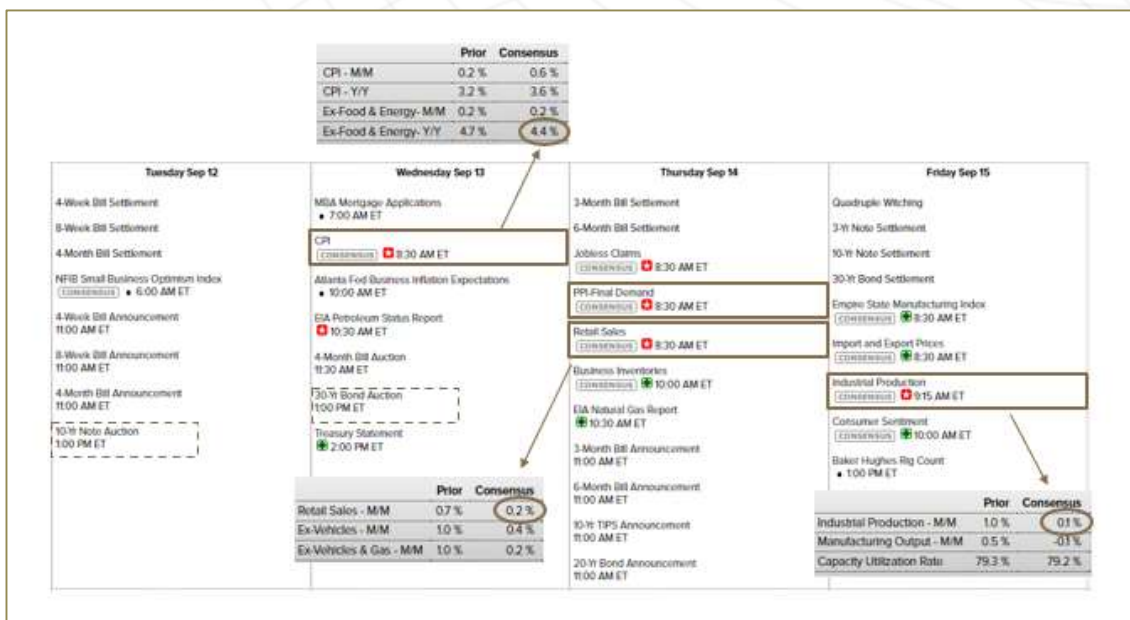
Volviendo al detalle de la figura n°2, prácticamente todos los índices se incrementaron durante agosto salvo "backlog of orders" (reserva de pedidos). Los 13 rubros que reportaron crecimientos según el orden de importancia fueron: Bienes Raíces, Alquiler y Arrendamiento; Alojamiento y Comida; Entretenimiento y Recreación; Servicios Públicos; Comercio al por Menor; Administración Pública; Información; Servicios Educativos; Construcción; Finanzas y Seguros; Transporte y Almacenamiento; y Profesional, Científico y Técnico Servicios.

Figura n°2: ISM Services Index - Desagregado

INDEX	Aug Index	Jul Index	% Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (months)
Services PMI [®]	54.5	52.7	+1.8	Growing	Faster	8
Business Activity	57.3	57.1	+0.2	Growing	Faster	39
New Orders	57.5	55.0	+2.5	Growing	Faster	8
Employment	54.7	50.7	+4.0	Growing	Faster	3
Supplier Deliveries	48.5	48.1	+0.4	Faster	Slower	7
Inventories	57.7	50.4	+7.3	Growing	Faster	4
Prices	58.9	56.8	+2.1	Increasing	Faster	75
Backlog of Orders	41.8	52.1	-10.3	Contracting	From Growing	1
New Export Orders	62.1	61.1	+1.0	Growing	Faster	5
Imports	52.3	52.3	0.0	Growing	Same	3
Inventory Sentiment	61.5	56.6	+4.9	Too High	Faster	4
Overall Economy				Growing	Faster	8
Services Sector				Growing	Faster	8

Fuente: en base al reporte del ISM

Figura n°3: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

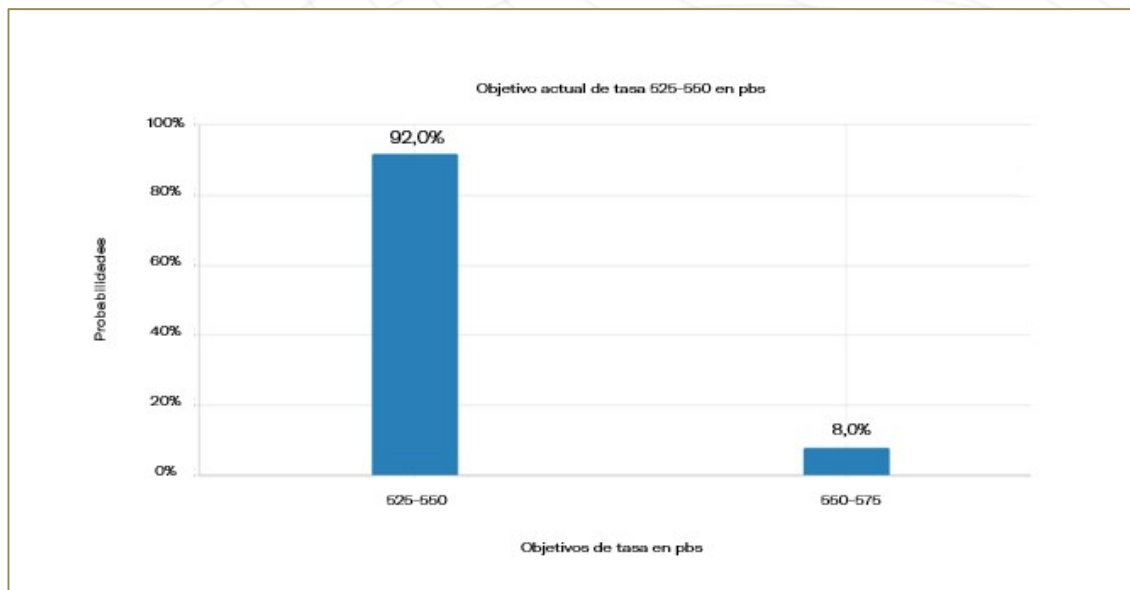
Con respecto al calendario económico, como se puede apreciar en la figura nº3, **la noticia más esperada será la publicación del IPC,** la cual puede provocar algún ruido según como se la interprete. Desde el punto de vista del índice general se espera un incremento en la lectura mensual con respecto a la medición anterior, de 0,2% a 0,6% y en la interanual de 3,2% a 3,6%. **Lo relevante será la lectura "core" la cual marcaría una baja en la medición interanual de 4,7% a 4,4%.** Siguiendo con las noticias económicas, también se destaca la publicación de las ventas minoristas y la producción industrial.

En el contexto sensible que está atravesando la deuda, será una semana relevante con subastas de instrumentos a 3, 10, 20 y 30 años.

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Varios responsables de la política monetaria hablaron a finales de la semana pasada, consolidando la opinión de que es poco probable que se produzca un aumento de la tasa en la reunión del FOMC de este mes. En ese sentido, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York y vicepresidente del FOMC, John Williams, dijo el jueves que la política monetaria estaba "en un buen lugar" y que examinar los datos entrantes determinará si la política es lo suficientemente restrictiva como para devolver la inflación al objetivo de la Reserva Federal.

Figura nº4: Probabilidades de Objetivos de Tasas para la reunión del 20.09.23



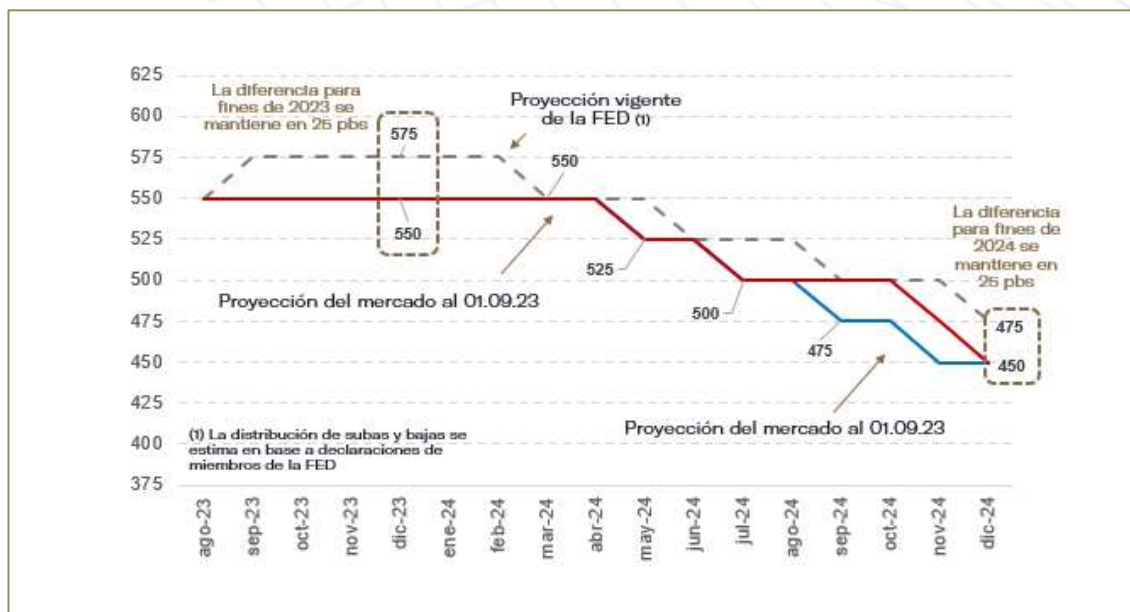
Fuente: en base al Fed Watch Tool del CME

Varios halcones de la Fed señalaron la semana pasada que, si bien en última instancia podría ser necesario un ajuste adicional, no es necesario tomar medidas en la próxima reunión. **De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, el mercado le asigna una probabilidad del 92% a que el FOMC deje a la tasa de política monetaria sin cambios en la reunión del 20 de septiembre**, como se puede observar en la figura n°4.

Sin embargo, como desarrollamos en el apartado de "Economía", la sorpresa generada por la publicación del "ISM Services Index" ha tenido su impacto en los mercados y en las expectativas de tasas para 2024.

En ese sentido, como se puede observar en la figura n°5, las expectativas del mercado al cierre de la semana pasada (línea de color rojo oscuro), se han acercado a las proyecciones vigentes del FOMC (línea de color gris discontinua) en lo que respecta al segundo semestre del 2024, con relación a las expectativas de fines de la semana previa (línea de color azul).

Figura n°5: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



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

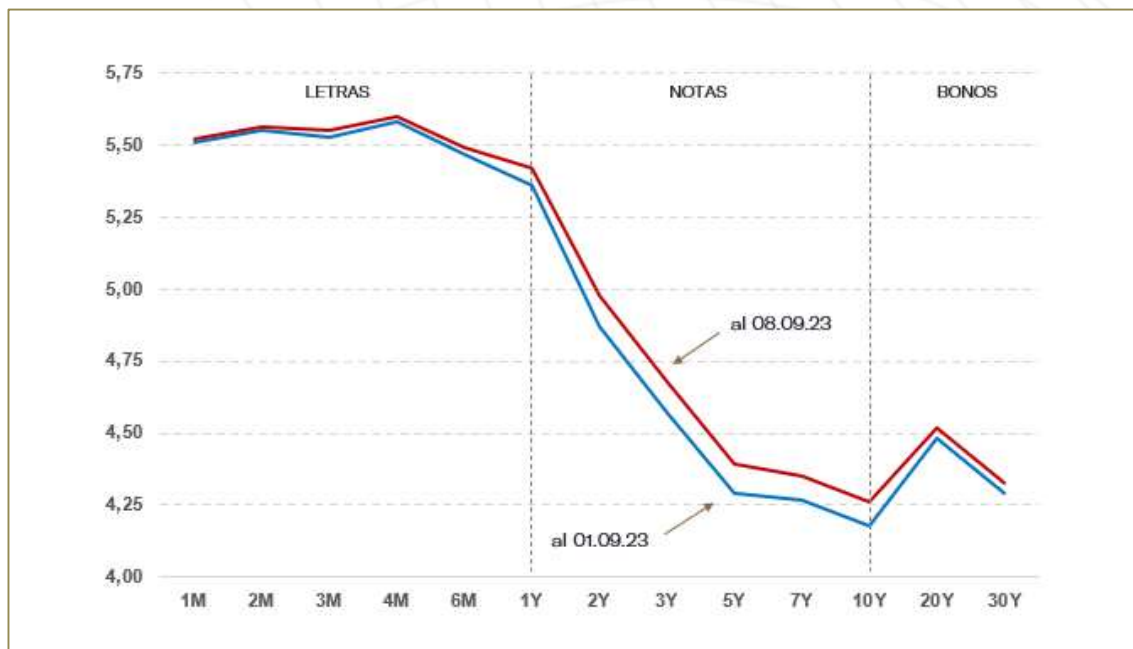
En este contexto en el cual las expectativas del mercado se fueron acercando gradualmente desde junio a las proyecciones vigentes del FOMC, **toma especial relevancia que haga el FOMC en su reunión del 20 de septiembre en relación a las proyecciones.**

Según nuestra interpretación, lo más probable es que mantenga las proyecciones vigentes, dando la señal al mercado que durante el último trimestre aún existe la posibilidad de un incremento adicional en la tasa de política monetaria, así como también confirmando que el descenso de la tasa será muy gradual durante 2024.

RENTA FIJA

Durante la semana pasada el Tesoro sólo realizó subastas de letras, por lo que no fue testeado ni el mercado de notas, ni el de bonos. No obstante, como se puede apreciar en la figura n°6, ha seguido el desplazamiento ascendente de la curva de rendimientos. **El mensaje que viene transmitiendo el FOMC de "higher for longer" se ha trasladado a toda la curva.**

Figura n°6: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

El desplazamiento que muestra la figura n°6, el cual sugiere un deterioro de precios de todos los bonos según sus diferentes "duration", en realidad se puede subdividir en un comienzo de semana negativo y en una recuperación parcial durante los últimos días de la semana, como se puede apreciar en la figura n°7. Pese a que la figura n°6 podría inferir que las peores caídas estuvieron en el tramo medio, la figura n°7 deja en claro que las peores caídas se registraron en el tramo largo.

Figura n°7: Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Financial Times

Como venimos planteando hace algunas semanas, sigue el debate sobre el futuro de las tasas largas. En la figura n°8 compartimos una actualización del análisis técnico aplicado a la **tasa de 10 años**, presentado en el reporte anterior. En el mismo, se puede observar como la tasa ha venido aumentando dentro de un canal alcista desde abril de este año. Agosto ha dejado una resistencia (techo) al menos temporal, en la zona de 4,338% coincidente con el máximo del 21 de octubre del año pasado. Agosto también dejó un soporte (piso), al menos temporal, en la zona de 4,097% coincidente con el máximo de comienzos de marzo de este año, con el de comienzos de julio también de este año y con el primer retroceso de Fibonacci del canal alcista. Desde julio, parece haberse formado un nuevo canal alcista con menor pendiente. Dentro del mismo, aparenta en el corto plazo buscar el soporte del canal, en la medida que no se registren sorpresas en los indicadores económicos a publicar esta semana. **No obstante, la licitación de esta semana se puede convertir en un test de la misma.**

Saliendo de la deuda del Tesoro de EE.UU., en la figura n°9 se puede observar que el comienzo de septiembre fue negativo también para diversos tipos de crédito (High Grade, High Yield y Emerging Markets). Dentro de High Grade, se puede apreciar también como los "Short Duration" fueron más defensivos. No obstante, el aspecto más relevante que se destaca en dicha figura es la fuerte corrección que ha tenido la deuda "Emerging Market Local Currency", básicamente explicado por el fortalecimiento del "DXY" (Dólar Index), como se puede ver en la figura n°10. Esta clase de deuda ha perdido durante agosto y comienzos de septiembre, todo lo acumulado durante los primeros siete meses del año.

Figura n°8: Tasa de 10 años – Análisis técnico



Fuente: en base a Investing

Figura n°9: Renta Fija – Diversos Créditos y Plazos



Fuente: en base a Financial Times

Figura n°10: Dólar Index (DXY)– Análisis técnico



Fuente: en base a Investing

En este contexto, a riesgo de aburrir con nuestra sugerencia, **seguimos considerando que tiene sentido 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.**

S&P500

La temporada de resultados del segundo trimestre del 2023 está llegando a su fin.

De acuerdo a Refinitiv, al viernes 8 de septiembre 498 compañías que componen el índice S&P500 ya han presentado sus resultados trimestrales.

Como se puede observar en la figura n°11, la temporada estaría cerrando con un porcentaje de sorpresas positivas de 78,7%. Dicha cifra representa una buena temporada comparada con el promedio histórico de 66,4% y 73,4% de los últimos cuatro trimestres.

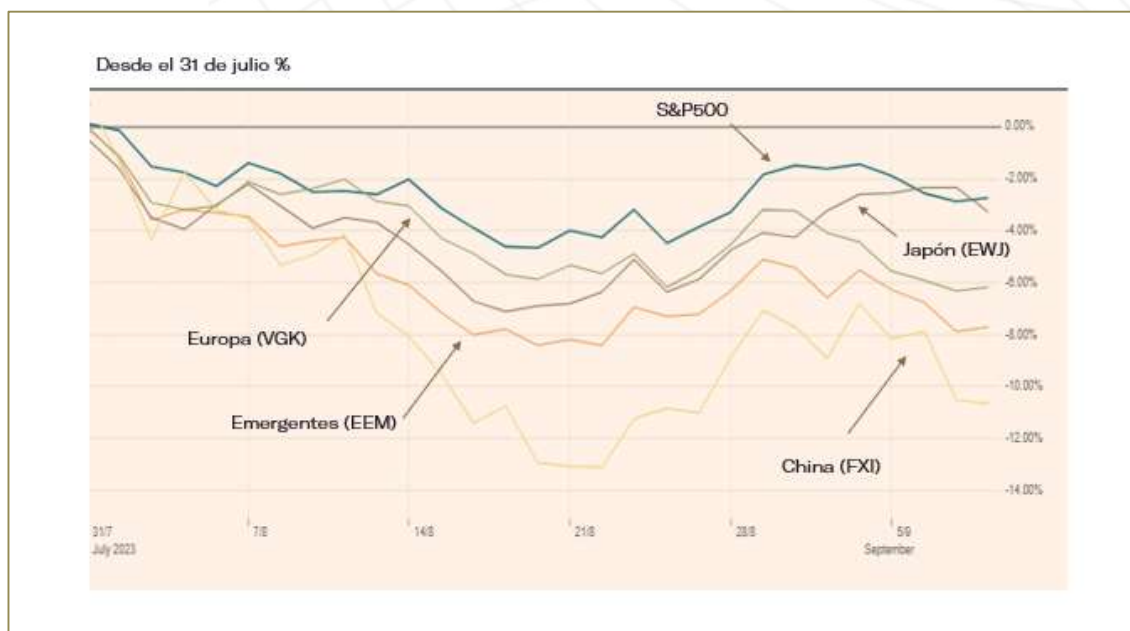
El alto porcentaje de sorpresas positivas ayudó a que el índice alcanzara durante julio el máximo nivel del año (hasta ahora). No obstante, las preocupaciones generadas en torno a la deuda del Tesoro y el aumento de las tasas largas vienen complicando al mercado desde comienzos de agosto. No obstante, como se puede apreciar en la figura n°12 la corrección del mercado de acciones no es exclusiva de EE.UU., sino que global. En dicha figura se puede observar que EE.UU. y Japón fueron los más defensivos. China arrastró a los emergentes.

Figura nº11: S&P500 – 2T23 Ganancias vs. Expectativas

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	52	52	100,0	84,6	1,9	13,5
Consumer Staples	38	38	100,0	78,9	5,3	15,8
Energy	23	23	100,0	73,9	8,7	17,4
Financials	72	71	98,6	70,4	5,6	24,0
Health Care	65	65	100,0	90,8	1,5	7,7
Industrials	75	74	98,7	75,7	6,8	17,5
Materials	29	29	100,0	72,4	3,4	24,2
Real Estate	31	31	100,0	64,5	16,1	19,4
Information Technology	65	65	100,0	90,8	3,1	6,1
Communication Services	20	20	100,0	85,0	0,0	15,0
Utilities	30	30	100,0	63,3	10,0	26,7
S&P500	500	498	99,6	78,7	5,2	16,1

Fuente: en base a Refinitiv

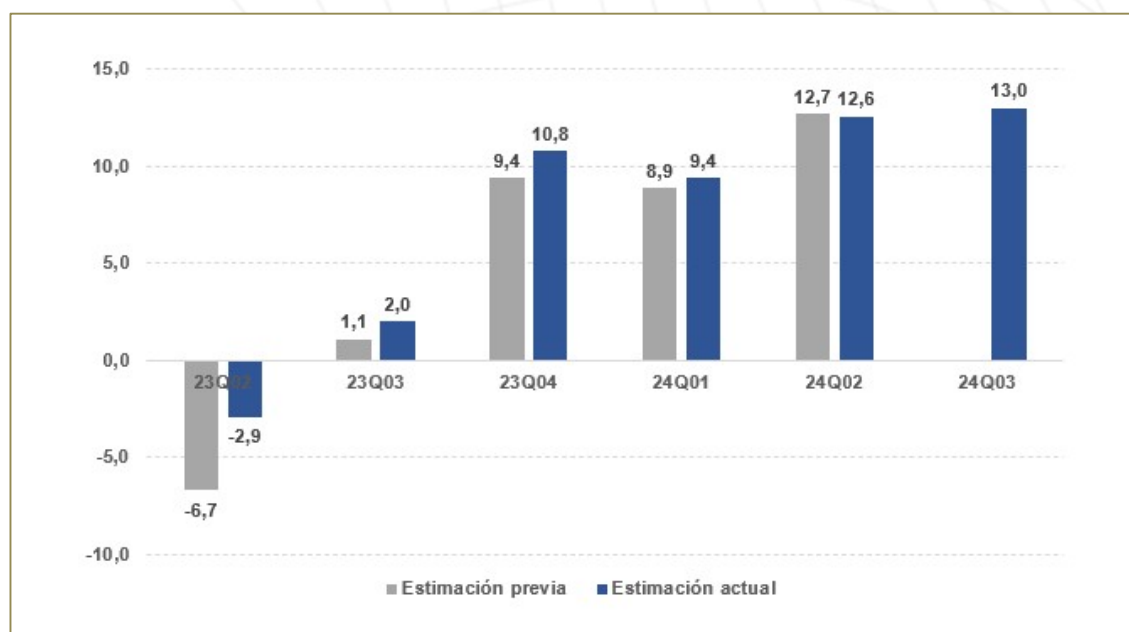
Figura nº12: S&P500 vs otros Mercados de Acciones



Fuente: en base a Financial Times

Regresando a la temporada de resultados, **las ganancias agregadas del índice terminarían el segundo trimestre con una caída interanual del 2,9%**. Al excluir al sector "energía" la caída se transforma en un aumento del 3,6%. **Téngase en cuenta que previo al inicio de la temporada, se estimaba una caída en las ganancias del 6,7%** como se puede apreciar en la figura nº13. En dicha figura también se puede observar cómo **se han elevado, según Refinitiv, las estimaciones para los dos trimestres restantes de 2023 y para el primero de 2024**, así como también se agrega la estimación para el tercer trimestre del 2024. **En términos anuales, las ganancias crecerían 2,4% durante 2023 y 12,1% en 2024.**

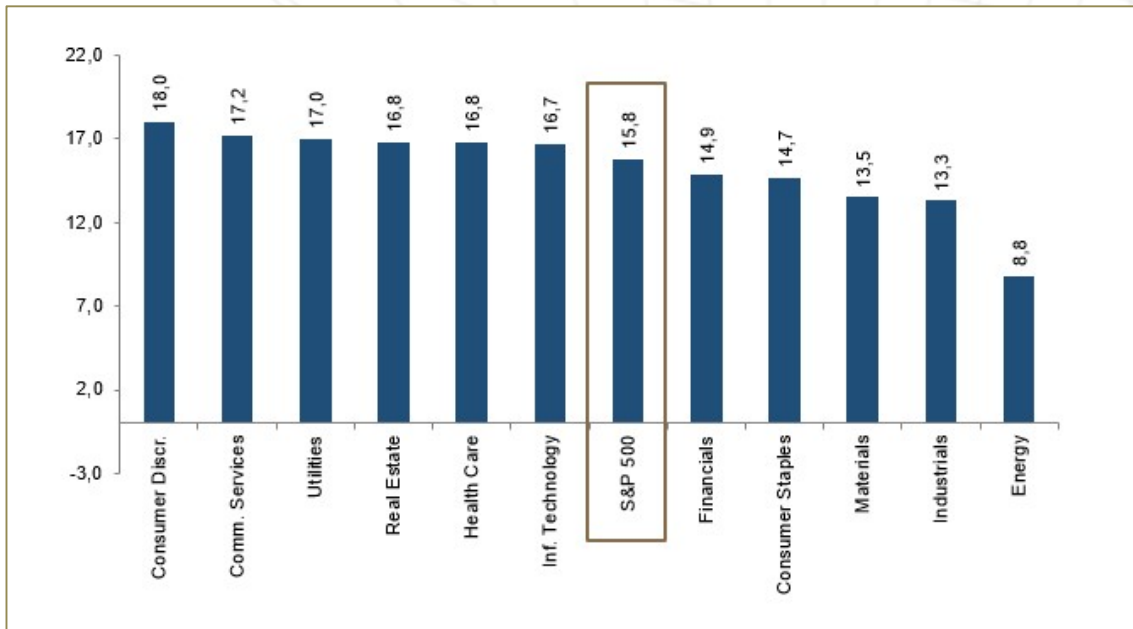
Figura nº13: S&P500 – Variación interanual de las Ganancias (%)



Fuente: en base a Refinitiv

En el actual contexto de estimaciones de ganancias, descontando un crecimiento por debajo de la tendencia potencial entre fines de este año y comienzos de 2024, más compatible con un "soft landing" que con una "mild recession", **de acuerdo a FactSet el "upside potential" del S&P500 de acuerdo a la relación "price target/closing price" al viernes 8 de septiembre sería del 15,8%** como se destaca en la figura nº14. **Por tal motivo, seguimos manteniendo una lectura constructiva de mediano plazo sobre el S&P500.** No obstante, como venimos remarcando hace algunas semanas, **nuestra lectura para septiembre sigue siendo de prudencia con riesgo de "pull back"**. Ver figura nº15.

Figura nº14: S&P500 – Precios Objetivos versus Precios de Mercado (%)



Fuente: en base a FactSet

Figura nº15: 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.