

14 de noviembre de 2023

# Weekly Global Outlook

## Los “fundamentals” justifican un “Santa Rally”

Durante la semana pasada no se publicaron indicadores de alta relevancia para los mercados. No obstante, entre los que se dieron a conocer, destacamos al Sentimiento del Consumidor elaborado por la Universidad de Michigan, el cual presagia una desaceleración en el ritmo del consumo en particular en los segmentos de menores ingresos, mientras que el tercil superior ha mejorado su sentimiento.

Con respecto al calendario económico de esta semana, el martes el mercado estará atento a la publicación del **IPC** que realizará el US Bureau of Labor Statistics. **Para el caso particular de la lectura interanual de la definición “core”, se espera una variación del 4,1%** coincidente con la lectura previa.

La semana pasada **Powell** envió un mensaje más “hawkish” al del 1º de noviembre. Advirtió a los mercados que no relajen demasiado las condiciones financieras y que **el FOMC no dudará en aplicar más ajustes si fuera necesario.**

Finalmente, **Moody’s** publicó su esperada actualización de la calificación de la deuda de largo plazo de EE.UU. **confirmó la calificación en Aaa, pero redujo la perspectiva de estable a negativa. Las licitaciones del Tesoro siguen mostrando que los inversores prefieren instrumentos de corto plazo.**

Con 455 compañías de las 500 que componen el S&P500 que ya han presentado sus resultados trimestrales, el porcentaje de las mismas que han registrado sorpresas positivas es de 81,3% definiendo una muy buena temporada por dos motivos: 1) por el porcentaje de sorpresas positivas en comparación a valores históricos y 2) porque define un punto de inflexión luego de tres trimestres seguidos de caídas en las ganancias. **De acuerdo a FactSet el crecimiento potencial del S&P500 en base a la relación “price target/closing price” es de 15,9%.**

## ECONOMÍA

Durante la semana pasada no se publicaron indicadores de alta relevancia para los mercados. **No obstante, entre los que se dieron a conocer, destacamos al Sentimiento del Consumidor elaborado por la Universidad de Michigan.** El dato publicado fue 60,4 versus un consenso de estimaciones de 63,5. Además, como puede apreciarse en la figura n°1, la información correspondiente a noviembre, constituyó el cuarto descenso consecutivo desde el máximo registrado en julio.

**Figura n°1: Sentimiento del Consumidor de la Universidad de Michigan**



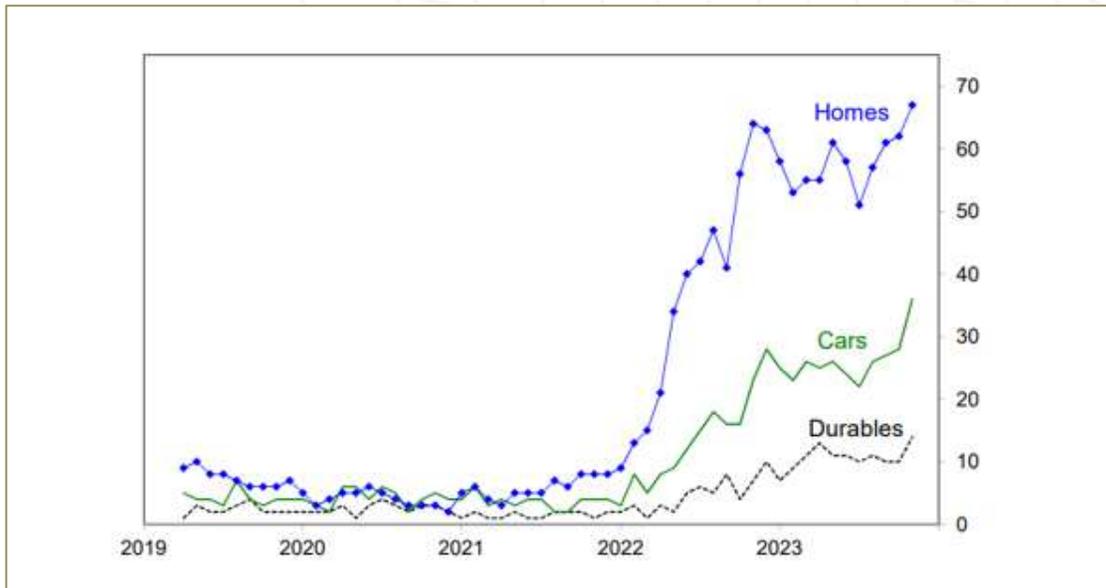
Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

De acuerdo a la directora responsable del estudio, Joanne Hsu, si bien las finanzas personales actuales y esperadas mejoraron modestamente, las perspectivas económicas a largo plazo cayeron un 12%, en parte debido a las crecientes **preocupaciones sobre los efectos negativos de las altas tasas de interés. Las guerras en curso en Gaza y Ucrania también afectaron a muchos consumidores.**

**En general, los consumidores de bajos ingresos y los consumidores más jóvenes mostraron las mayores caídas en el sentimiento. En cambio, la confianza de los consumidores del tercil superior (accionistas) mejoró un 10%, lo que refleja el reciente fortalecimiento de los mercados de valores.**

En la figura n°2, se extracta del reporte de la Universidad de Michigan el porcentaje de menciones referidas a las altas tasas de interés o a las condiciones crediticias más restrictivas.

**Figura n°2: % de Menciones de Altas Tasas o Condiciones más Restrictivas**



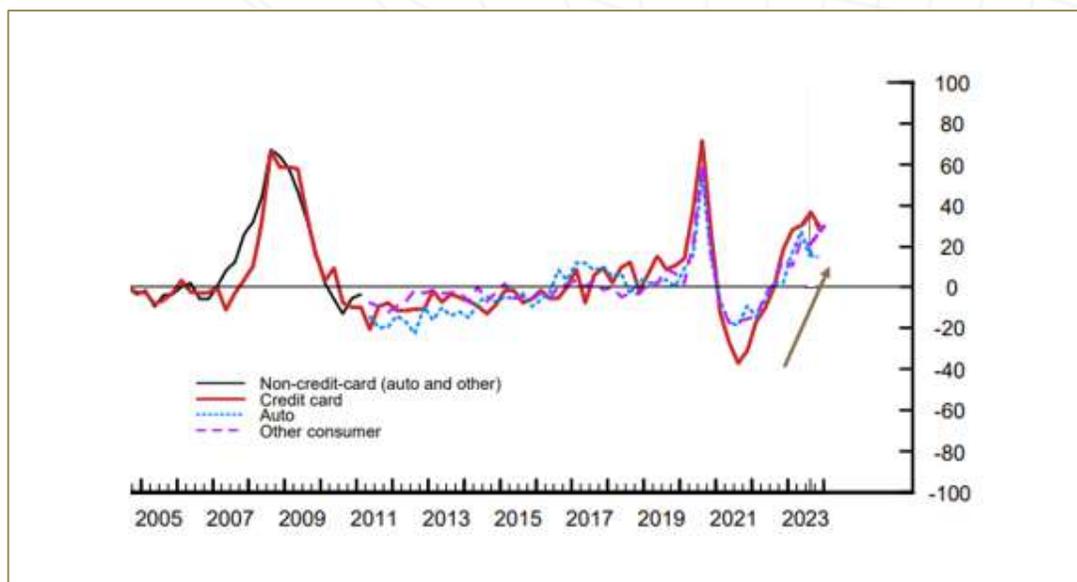
Fuente: extractado del reporte de Sentimiento del Consumidor de la Universidad de Michigan

Lo reflejado en el reporte de la Universidad de Michigan, coincide con lo transmitido en el SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey) elaborado por la Reserva Federal y publicado también la semana pasada.

El resultado de la encuesta muestra que los estándares de préstamos bancarios se mantuvieron estrictos durante el último trimestre y que la demanda de crédito se mantuvo débil. Aunque hubo focos de mejora, **la encuesta informa métricas que históricamente se han correspondido con recesiones**. En la figura n°3 se extracta de dicho reporte, la información correspondiente a préstamos para consumo.

En cuanto a los préstamos a empresas, los encuestados, en general, informan estándares más estrictos y una demanda más débil durante el tercer trimestre de préstamos comerciales e industriales a empresas de todos los tamaños. Lo mismo ocurre con todas las categorías de préstamos para bienes raíces comerciales. Para los préstamos a hogares, los bancos informan que los estándares crediticios se endurecieron en todas las categorías de préstamos inmobiliarios residenciales, excepto las hipotecas residenciales gubernamentales, para las cuales los estándares generalmente permanecen sin cambios.

Figura n°3: % de Respuestas Mencionando Condiciones más Estrictas



Fuente: en base al SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey) de la Reserva Federal

El aspecto comentado que las métricas del reporte son coincidentes con períodos recesivos, coincide con lo comentado hace algunas semanas con lo que viene sugiriendo el resultado de los indicadores líderes de The Conference Board, en el sentido que hace más de un año viene presagiando una recesión. Es probable que el cambio introducido en el ahorro neto privado de hogares e instituciones durante el período de la pandemia, haya generado un cambio estructural, o al menos temporal, que deje fuera de línea la capacidad predictiva de algunos indicadores o correlaciones, que requerirán de un proceso de normalización.

En la figura n°4, se puede observar la alteración en el comportamiento del ahorro neto privado de hogares e instituciones a partir de 2020. Se estima que su tendencia se normalizaría hacia los parámetros pre pandemia, durante el primer semestre del año que viene.

Además, que el exceso de ahorro se agotaría durante el 2024, hay otra señal que anticipa que podría generarse una desaceleración en el nivel de actividad. Dicha señal es la generada por el aumento en la morosidad de algunos tipos de créditos, como el relacionado con las tarjetas de crédito. En la figura n°5 puede apreciarse, que **si bien desde niveles muy bajos, ha comenzado a registrarse un aumento en la morosidad en los vencimientos de las tarjetas de crédito**. Por lo tanto, si bien los indicadores económicos como el PBI han demostrado una gran resiliencia de la economía al endurecimiento de la política, hay señales a futuro, que dicha capacidad podría disminuir, aunque se mantiene el escenario de "soft landing" como el más probable.

**Figura nº4: Ahorro Neto Privado de Hogares e Instituciones**



Fuente: en base al US Bureau of Economic Analysis

**Figura nº5: Tasa de Morosidad en Tarjetas de Crédito**

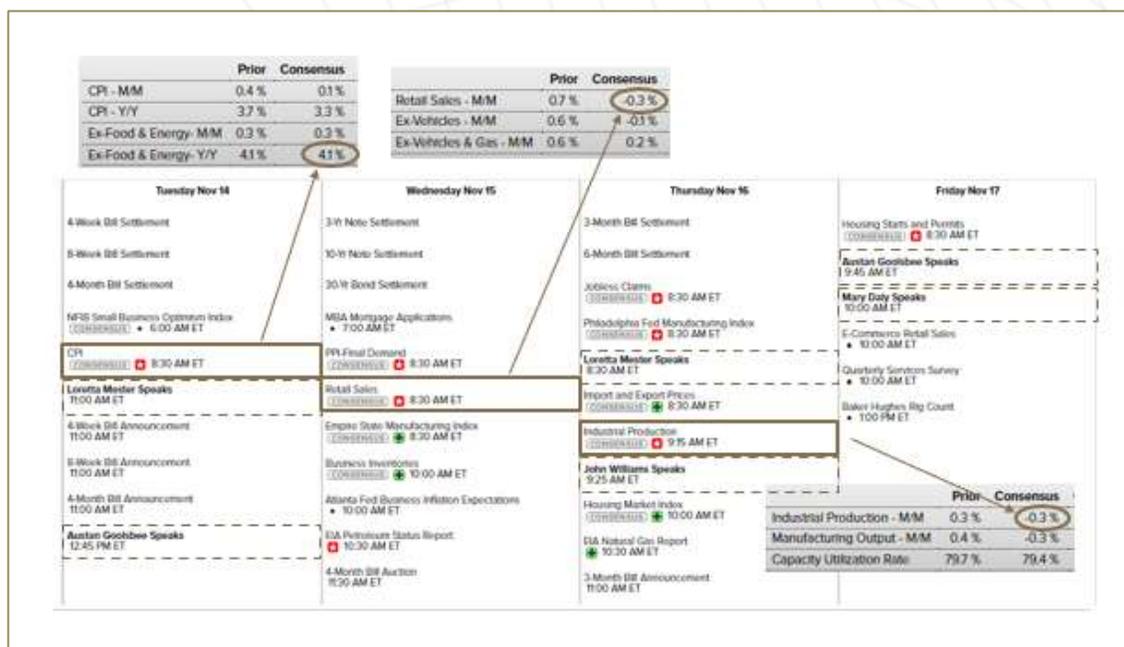


Fuente: en base al Board of Governors of the Federal Reserve System

Con respecto al calendario económico de esta semana, el **martes** el mercado estará atento a la publicación del **IPC** que realizará el US Bureau of Labor Statistics. Para el caso particular de la lectura interanual de la definición "core", se espera una variación del 4,1% coincidente con la lectura previa. El **miércoles**, el US Census Bureau publicará las **ventas minoristas** de octubre, siendo el consenso una caída mensual del 0,3%. El **jueves**, la Reserva Federal publicará el índice de **producción industrial** de octubre, siendo el consenso también una caída mensual del 0,3%.

Como se destaca en la figura nº6, también están agendadas esta semana presentaciones de varios integrantes de la Reserva Federal.

Figura nº6: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

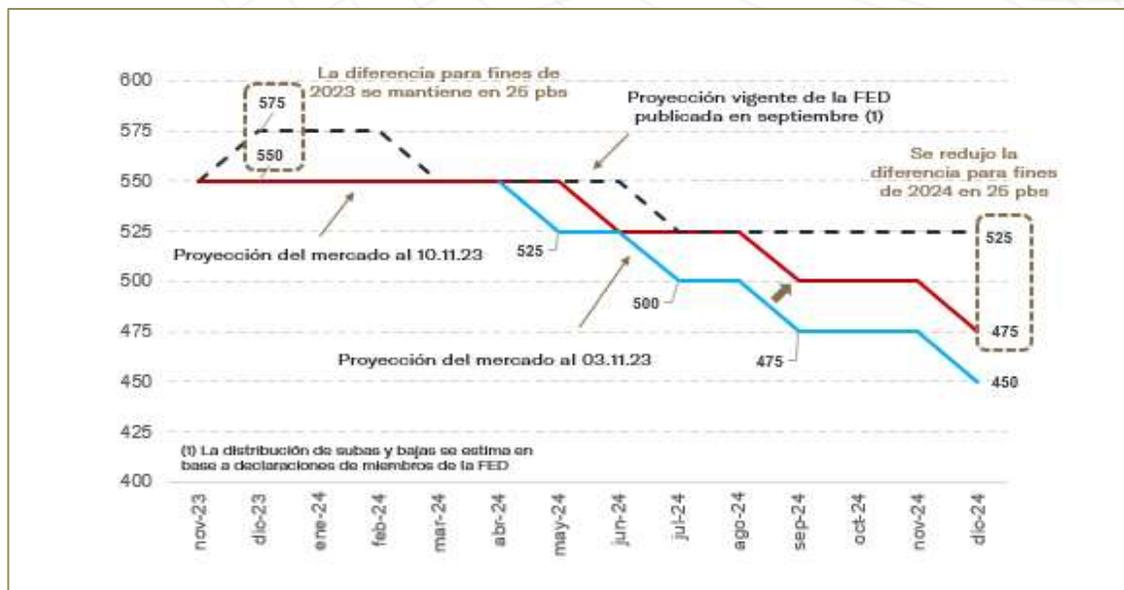
Durante la semana pasada, varios miembros del FOMC hicieron presentaciones y/o declaraciones como Jerome Powell (presidente del directorio de la Reserva Federal y presidente del FOMC), Lisa Cook (miembro del directorio), Michael Barr (miembro del directorio y responsable de la supervisión de bancos), Christopher Waller (miembro del directorio), John Williams (presidente de la Reserva Federal de New York y vicepresidente del FOMC), Lorie Logan (presidente de la Reserva Federal de Dallas), Philip Jefferson (miembro del directorio), y Patrick Harker (presidente de la Reserva Federal de Philadelphia).

También lo hicieron algunos miembros alternativos del FOMC como Thomas Barkin (presidente de la Reserva Federal de Richmond) y May Daly (presidente de la Reserva Federal de San Francisco). Además, algunos miembros sin voto temporal, como Jeffrey Schmid (presidente de la Reserva Federal de Kansas), Raphael Bostic (presidente de la Reserva Federal de Atlanta) y Kathleen O'Neill (presidenta interina de la Reserva Federal de St. Louis).

La combinación de la percepción que dejó en el mercado la última reunión del FOMC (1º de noviembre), junto a la constructiva información que transmitió el último reporte de la situación del empleo del BLS (3 de noviembre), llevaron a lo que **Powell** ha considerado que es demasiada relajación de expectativas por parte del mercado. Por lo tanto, **en sus declaraciones advirtió a los mercados que no relajen demasiado las condiciones financieras y que el FOMC no dudará en aplicar más ajustes si fuera necesario. Además, agregó que no confía en que el FOMC haya logrado la postura restrictiva necesaria para alcanzar su objetivo de inflación del 2%.**

Ante este cambio de mensaje, con respecto a la sensación que había dejado el 1º de noviembre, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME, como puede observarse en la figura n°7, podemos destacar que, **si bien el mercado sigue considerando como el escenario más probable, aquel en el cual el FOMC no vuelve a subir su tasa, demoró en el tiempo el inicio de reducción de la tasa y redujo de 4 a 3 los recortes de 25pbs durante 2024.**

**Figura n°7: Expectativas de Tasas de Política Monetaria del FOMC de la Fed**



Fuente: en base al FOMC de la Fed & el Fed Watch Tool del Chicago Mercantile Exchange

## RENTA FIJA

Durante la semana pasada, el mundo de la deuda del Tesoro de EE.UU. volvió a acumular noticias negativas.

El mercado estaba expectante sobre la actualización del "rating" crediticio de la deuda de largo plazo, por parte de Moody's. Se temía que siguiera los pasos de S&P, quien redujo la calificación de AAA a AA+ el 5 de agosto de 2011 y de Fitch, quien más recientemente también redujo la calificación de AAA a AA+. En el caso de **Moody's, finalmente el viernes 10 de noviembre confirmó la calificación en Aaa, pero redujo la perspectiva de estable a negativa.** Por otro lado, en el cuadro de la figura nº8 se destaca que **nuevamente el mercado ha demostrado su preferencia por deuda de corto plazo.**

**Figura nº8: Últimas licitaciones del Tesoro de EE.UU.**

Fecha de Licitación	Plazo años	Tasa de cupón	Variación mes anterior	Tasa máxima	Variación mes anterior	Monto colocado (1)	Bid to cover	Variación mes anterior
10.10.23	3	4,625	0,000	4,740	0,080	46	2,56	-0,19
11.10.23	10	3,875	0,000	4,610	0,321	35	2,50	-0,02
12.10.23	30	4,125	-0,025	4,837	0,492	20	2,35	-0,11
18.10.23	20	4,375	0,000	5,245	0,653	13	2,59	-0,15
24.10.23	2	5,000	0,000	5,055	-0,030	51	2,64	-0,09
25.10.23	5	4,875	0,250	4,899	0,240	52	2,36	-0,16
07.11.23	3	4,625	0,000	4,701	-0,039	48	2,67	0,11
08.11.23	10	4,500	0,625	4,519	-0,091	40	2,45	-0,05
09.11.23	30	4,750	0,625	4,769	-0,068	24	2,24	-0,11

(1) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

**La licitación de la nota a 3 se la puede considerar exitosa, dado que el Tesoro mantuvo la tasa del cupón, pudo reducir la tasa máxima y el "bid to cover" fue superior a la licitación del 10 de octubre. La situación de las licitaciones a 10 y 30 tuvo un marco distinto.** Si bien el Tesoro redujo la tasa máxima, tuvo que emitir con cupones más altos. Los "bid to cover" no sólo estuvieron por debajo del nivel de 2,5 sino que fueron inferiores a las licitaciones previas.

Pasando al comportamiento de la tasa a 10 años, desde mediados de octubre venimos advirtiendo que había señales técnicas que presagiaban al menos una lateralización. En el reporte pasado comentamos que los eventos favorables del Tesoro y el FOMC, le dieron el sustento desde los "fundamentales" para provocar la corrección hasta la zona de 4,50% y comentamos que luego de una corrección temporal, la tendencia de fondo siga siendo alcista.

Como puede apreciarse en el gráfico de la figura n°9, la tasa de 10 años se lateralizó la semana pasada en una zona próxima 4,50%. Por un lado, el conflicto en Medio Oriente genera un proceso de "fly to quality" que tiende a sostener los precios de los bonos, pero al mismo como hemos comentado en párrafos anteriores, hay claras señales que el mercado prefiere instrumentos cortos. Por el momento, **nuestra lectura sigue siendo que se mantiene la tendencia alcista de fondo.**

**Figura n°9: Tasa de 10 años**



Fuente: en base a Investing

**Seguimos considerando que, si el horizonte de inversión es de mediano o largo plazo, tiene sentido aumentar "duration" en los portafolios de deuda, aun teniendo que soportar volatilidad en el corto plazo. No obstante, si el horizonte de inversión es de corto plazo, preferimos seguir aprovechando los rendimientos de los instrumentos cortos.**

## S&P500

De acuerdo a Refinitiv, como se destaca en la figura n°10, con 455 compañías de las 500 que componen el S&P500 que ya han presentado sus resultados trimestrales, el porcentaje de las mismas que han registrado **sorpresas positivas** es **de 81,3%** definiendo una **muy buena temporada** por dos motivos: 1) por el porcentaje de sorpresas positivas en comparación a valores históricos y 2) porque define un punto de inflexión luego de tres trimestres seguidos de caídas en las ganancias, como puede observarse más adelante en la figura n°13.

**Figura n°10: 3T23 – Ganancias versus Expectativas**

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	45	84,9	82,2	4,4	13,4
Consumer Staples	38	28	78,9	85,7	7,1	7,2
Energy	23	23	100,0	73,9	0,0	26,1
Financials	72	71	98,6	81,7	0,0	18,3
Health Care	64	58	90,6	84,5	3,4	12,1
Industrials	77	72	93,5	83,3	2,8	13,9
Materials	29	29	100,0	75,9	10,3	13,8
Real Estate	31	30	96,8	63,3	16,7	20,0
Information Technology	64	50	78,1	90,0	2,0	8,0
Communication Services	19	19	100,0	89,5	0,0	10,5
Utilities	30	30	100,0	73,3	6,7	20,0
<b>S&amp;P500</b>	<b>500</b>	<b>455</b>	<b>91,0</b>	<b>81,3</b>	<b>4,2</b>	<b>14,5</b>

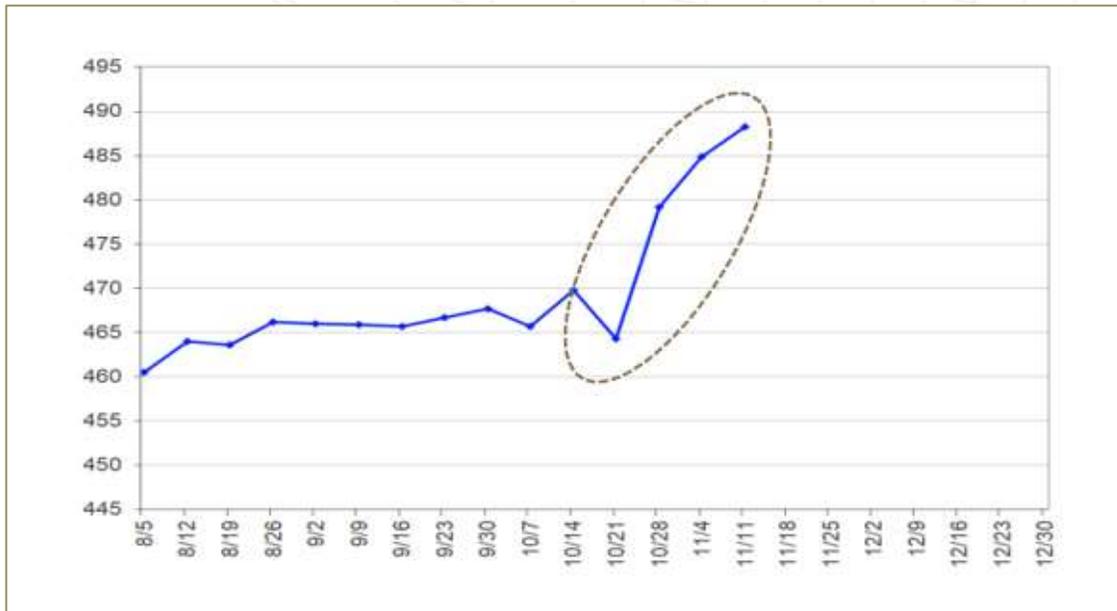
Fuente: en base a Refinitiv

También de acuerdo a Refinitiv, como puede observarse en la figura n°11, ha seguido al alza la estimación del aumento en las ganancias ponderadas por acción del S&P500, durante el tercer trimestre del año.

Mientras que para Refinitiv el aumento en las ganancias del S&P500 durante el tercer trimestre del corriente año sería de 6,3%, FactSet lo estima por el momento, en 4,1% pero representando una mejora significativa con respecto a la caída del 0,3% que estimaba hacia el 30 de septiembre.

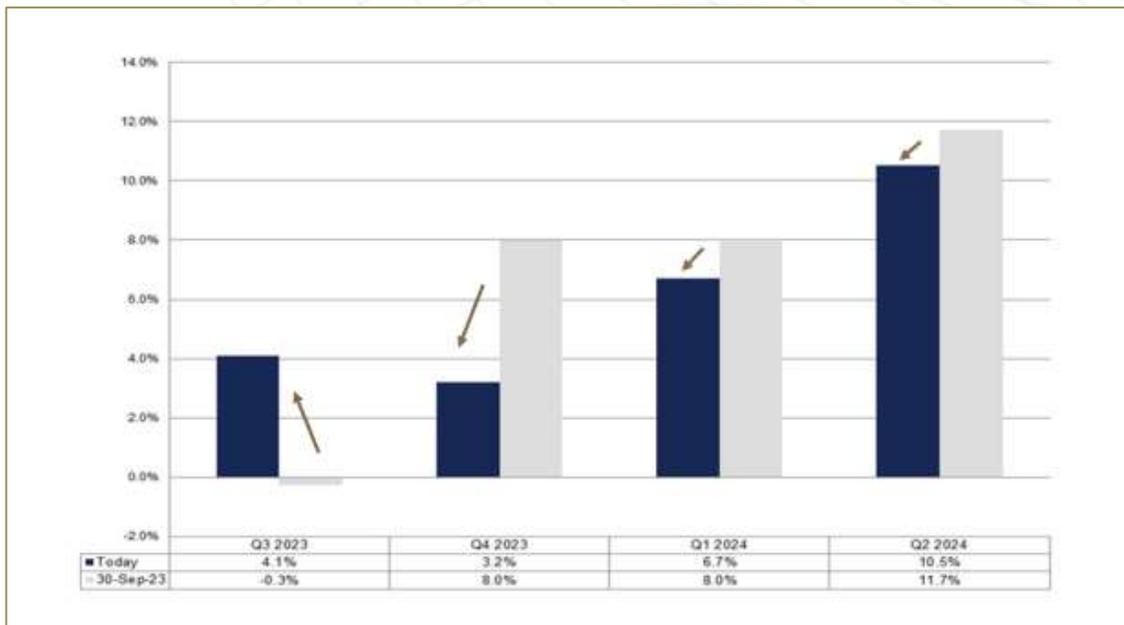
Si bien FactSet ha reconocido una significativa mejora para el tercer trimestre, ha reestimado ligeramente a la baja las proyecciones para el último trimestre de 2023 y los dos primeros de 2024, lo cual se detalla en la figura n°12.

**Figura nº11: 3T23 – S&P500 Ganancia ponderada por acción (USD BB)**



Fuente: en base a Refinitiv

**Figura nº12: S&P500 – Crecimiento de las ganancias desde 3T23 a 2T24**

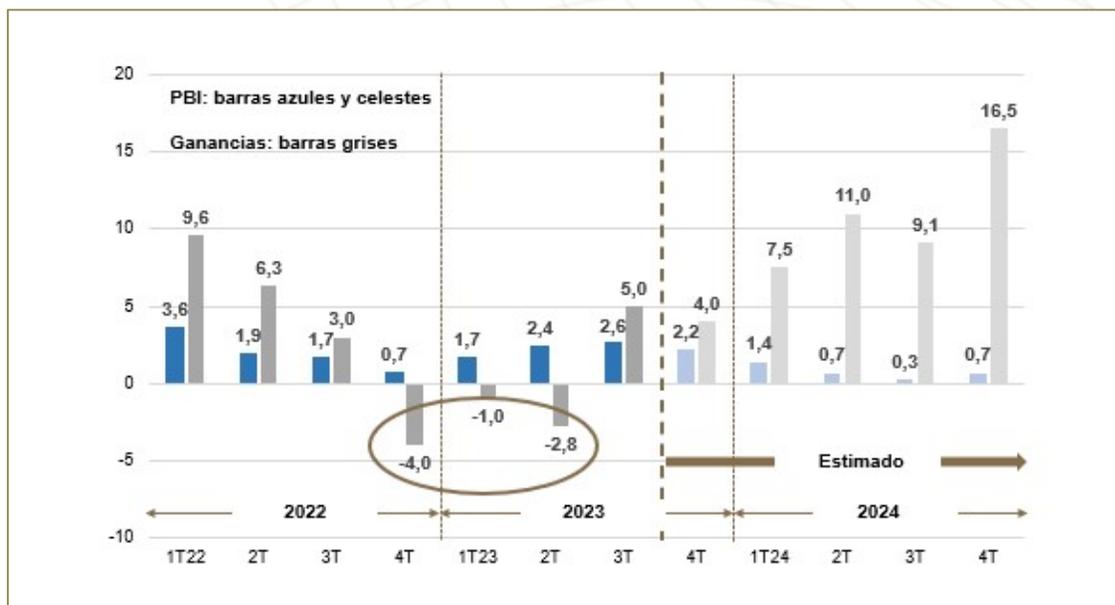


Fuente: en base a FactSet

Más allá de las reducciones de las estimaciones comentadas previamente, es de destacar que las tasas de crecimiento para los dos primeros trimestres de 2024 son significativamente más altas que las de trimestres anteriores (1T24: 6,7% y 2T24: 10,5%). Las estimaciones de Refinitiv para ambos trimestres son algo más altas (1T24: 7,8% y 2T24: 11,3%). A su vez, las tasas de crecimiento estimadas por Refinitiv para los dos últimos trimestres de 2024 son aún más significativas (3T24: 9,1% y 4T24: 17,0%). Como consecuencia, mientras que las ganancias crecerían 2,3% durante 2023, las perspectivas para 2024 serían del 11,3%.

En la figura nº13 se comparan las variaciones porcentuales trimestrales año versus año, del PBI y de las ganancias del S&P500. Puede observarse que durante 2022 la desaceleración de la economía fue acompañada por una clara reducción en el ritmo de crecimiento de las ganancias del S&P500, al punto de transitar el terreno negativo entre el 4T22 y el 2T23, pero la recuperación del PBI. A partir del 3T23 las variaciones de las ganancias del S&P500 volvieron al plano positivo y se mantendría así, durante los trimestres graficados, con una clara tendencia de aceleración, pese al escenario macro de "soft landing".

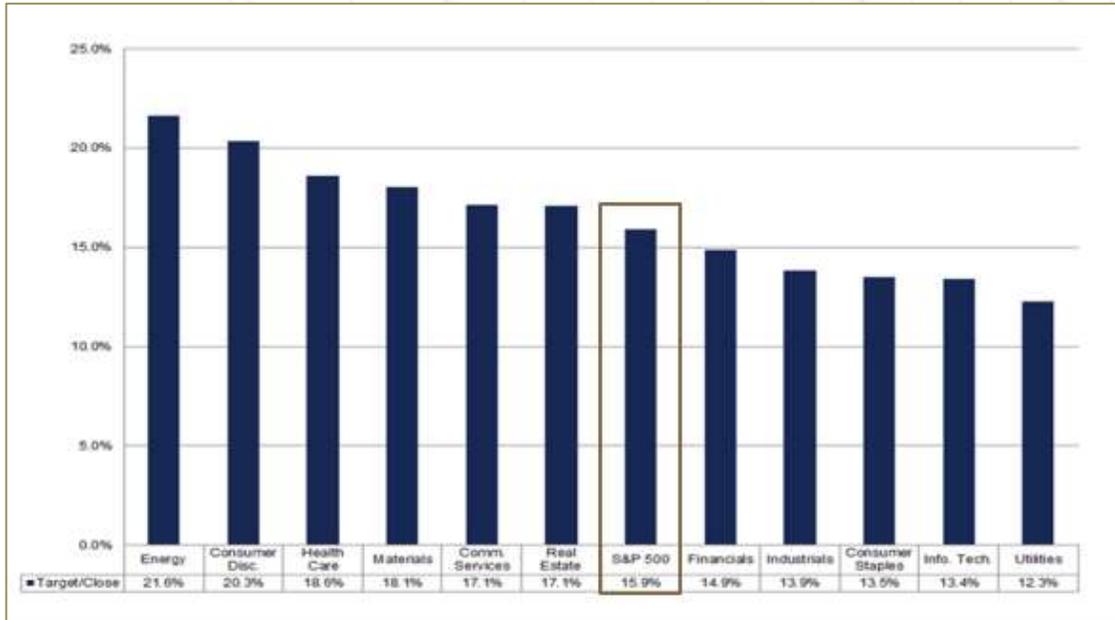
**Figura nº13: PBI vs. Ganancias del S&P500 (año vs. año %)**



Fuente: en base a BEA, The Conference Board, FactSet & Refinitiv

En este contexto de actividad económica y de evolución de las ganancias, el **"upside potential"** del S&P500, de acuerdo a FactSet, es de **15,9%**, por lo que los **"fundamentals"** justifican un **"Santa Rally"**.

Figura nº14: "Price Target vs. Closing Price" al 10.11.23



Fuente: en base FactSet

Figura nº15: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Enfocando en la lectura técnica del S&P500, en la figura nº15 puede apreciarse que el índice finalmente pudo cerrar el gap que había quedado en zona de 4.390 entre los días 20 y 21 de septiembre. A su vez, sigue vigente la señal de compra en el MACD. Paralelamente, no hay divergencia bajista en el RSI, ni el mismo se encuentra en la zona de sobrecompra. **Por lo tanto, todo indicaría que el índice podría seguir su camino de recuperación.**

## **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.