

9 de enero de 2024

Weekly Global Outlook

Del "Santa Rally" a un humor más cauteloso

La noticia económica más importante de la semana pasada fue la publicación del Reporte de Situación de Empleo. Los "Nonfarm Payrolls" (nóminas salariales exceptuando el sector del campo) superaron marcadamente las expectativas, lo cual sigue mostrando la resiliencia del mercado laboral, estando en línea con un escenario económico de "soft landing".

El evento económico más relevante de esta semana será la publicación del IPC, la cual se realizará el miércoles. El consenso de estimaciones supone una variación interanual de la definición "core" de 3,8%, lo cual sería una buena noticia dado que seguiría confirmando el proceso de desaceleración de la inflación.

La semana pasada, también se publicaron las minutas de la última reunión del FOMC de la Fed del miércoles 13 de diciembre de 2023. La publicación de las mismas atenuó las probabilidades de un primer recorte de la tasa de política monetaria en marzo, pero el mercado sigue pensando que el FOMC realizaría durante 2024, 6 recortes, mientras que de acuerdo a la actualización del SEP del FOMC, la autoridad monetaria proyecta sólo 3 recortes. **Nuestro escenario base es que el FOMC hará más de tres recortes durante el año, pero que no llegará a 6.**

La tasa de 10 años parece haber estado encontrando una zona de estabilización durante las últimas ruedas. **Consideramos que hay razones de "fundamentals" macro para imaginarnos como escenario base, que la lateralización que hemos comenzado a ver, podría extenderse al menos durante el primer tramo,** aunque sin descartar cierta volatilidad.

De acuerdo a la historia del S&P500, durante los años de reelecciones presidenciales, desde 1956 hasta 2020, la performance promedio fue positiva en 13%. No obstante, de acuerdo a la historia del Dow Jones, se ha generado una estacionalidad intra anual, menos constructiva durante el primer semestre y más favorable durante el segundo tramo del año.

ECONOMÍA

La noticia económica más importante de la semana pasada fue la publicación del **Reporte de Situación de Empleo** elaborado por el BLS. Como se destaca en la figura n°1, los **"Nonfarm Payrolls"** (nóminas salariales exceptuando al sector del campo) superaron marcadamente las expectativas (216.000 vs. 164.000), lo cual sigue mostrando la resiliencia del mercado laboral, estando más en línea con un escenario económico de "soft landing" que de "mild recession".

Figura n°1: Nonfarm Payrolls



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

La tasa de desempleo reafirmó la situación de resiliencia, dado que el dato publicado quedó por debajo de lo esperado (3,7% vs. 3,8%), lo cual se destaca en la figura n°2.

Sin embargo, **el dato más preocupante del reporte es que el valor promedio de la hora de trabajo haya aumentado en forma interanual por encima del consenso** (4,1% vs. 3,9%). El mercado esperaba una desaceleración con respecto a la lectura previa (3,9% vs. 4,0%) y terminó ocurriendo una aceleración (4,1% vs. 4,0%), como se destaca en la figura n°3. Téngase en cuenta, que la mayor preocupación del FOMC de la Fed sobre el "core" de la inflación está centrada en los precios de los servicios mano de obra intensivos. Por lo tanto, este dato refuerza la idea que todavía hay trabajo por hacer con la inflación.

Figura n°2: Tasa de Desempleo



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura n°3: Average Hourly Earnings



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Dada la sensibilidad que se ha instalado este año con respecto al escenario del nivel de actividad, el mercado está comenzando a darle mayor ponderación en sus decisiones, a los indicadores relacionados sobre las perspectivas económicas. En dicho contexto, el viernes el **ISM (Institute for Supply Management) publicó su índice de servicios, el cual también sorprendió al mercado, pero en el sentido opuesto a los datos mercado laboral**, dado que el valor publicado quedó por debajo del consenso de estimaciones como se destaca en la figura n°4. Es importante recordar que el nivel de 50 es la frontera entre las expectativas expansivas y contractivas, por lo que, si bien el dato publicado quedó por debajo de lo esperado, aún es compatible con un "soft landing".

Figura n°4: ISM – Services Index

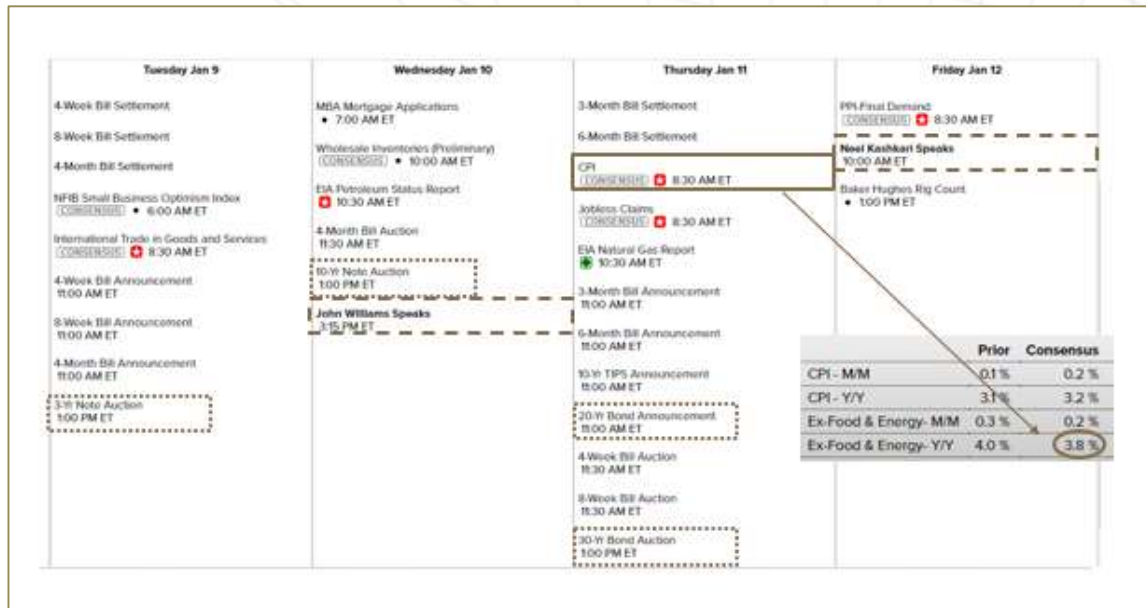


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Con respecto al calendario económico, en la figura n°5 se destacan los indicadores económicos más importantes para el mercado, así como también las licitaciones de deuda y las presentaciones que tienen agendadas algunos integrantes del FOMC.

En materia de indicadores económicos, el evento más relevante de la semana será la publicación del IPC, la cual se realizará el miércoles. De acuerdo al relevamiento de Econoday, el consenso de estimaciones supone una variación interanual de la definición "core" de 3,8%, la cual sería una buena noticia dado que seguiría confirmando el proceso de desaceleración de la inflación.

Figura nº5: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

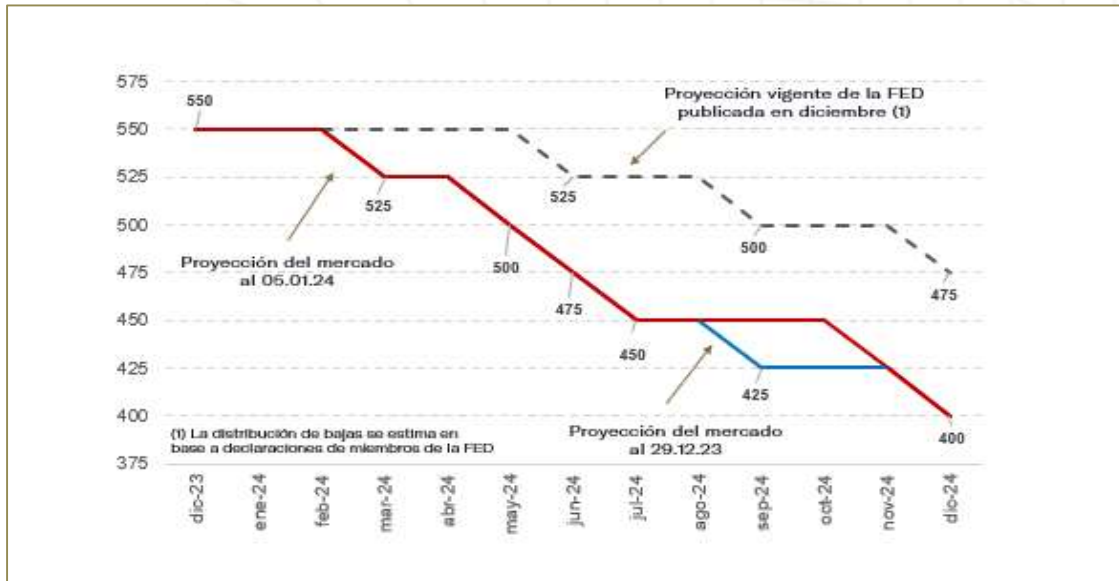
Durante la semana pasada, también se publicaron las minutas de la última reunión del FOMC de la Fed del miércoles 13 de diciembre de 2023. **La publicación de las mismas atenuó las probabilidades de un primer recorte de la tasa de política monetaria en marzo, del 73,35% al 64,02%**, pero el mercado aún sigue pensando que el FOMC realizaría durante 2024, 6 recortes, mientras que de acuerdo a la actualización del SEP del FOMC, la autoridad monetaria proyectó sólo 3 recortes.

Las minutas dejaron trascender que el comité comenzará a discutir la desaceleración del ritmo del ajuste cuantitativo. Sin embargo, muchos miembros señalaron que una flexibilización de las condiciones financieras más allá de lo apropiado podría dificultar que la Reserva Federal alcance su objetivo de inflación. Las condiciones mejoraron drásticamente en los últimos meses de 2023, pero se han endurecido modestamente en lo que va de 2024, a medida que las acciones cayeron y los rendimientos de los bonos aumentaron.

La publicación del reporte laboral también tuvo un ligero impacto en las expectativas de recortes, pero al cierre de la semana pasada se mantenían en 6.

Además de la moderación de las probabilidades, como se puede apreciar en la figura n°6, el mercado atrasó a noviembre el quinto recorte que proyectaba en septiembre.

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



Fuente: en base al Fed Watch Tool del Chicago Mercantile Exchange

Nuestro escenario base es que el FOMC hará más de tres recortes durante el año, pero que no llegará a 6.

RENTA FIJA

La tasa de 10 años parece haber estado encontrando una zona de estabilización durante las últimas ruedas. En una lectura de mediano plazo, en la figura n°7 puede apreciarse que, desde mediados de 2022, la tasa registró un período de "rally" hasta noviembre, para luego corregir y lateralizar hasta mediados de 2023. Al igual que en 2022, a partir de julio de 2023, la tasa nuevamente registró un nuevo "rally", para volver a corregir a partir de noviembre.

Consideramos que no es simplemente una copia de patrón de movimiento, sino que **hay razones de "fundamentals" macro para imaginarnos como escenario base, que la lateralización que hemos comenzado a ver, podría extenderse al menos durante el primer tramo, aunque sin descartar cierta volatilidad.**

La percepción y luego la confirmación que el FOMC terminó su período de “tightening”, fue la causa de la corrección de la tasa. Cuesta imaginarse en el actual contexto que la tasa pueda volver a un nivel del 5% como el que registró durante 2023. Imaginándonos un escenario de largo plazo, en la medida que el FOMC sea exitoso en llevar a la inflación al 2% anual, según sus proyecciones llevaría a la tasa de política monetaria al 2,5%. En dicho contexto, teniendo en cuenta el “spread” histórico entre la tasa de 10 años y la de Fed Funds, podríamos establecer como proyección un nivel de 3,5%.

Si bien, al final de camino la tasa podría orientarse hacia dicho nivel, lo cual dejaría espacio para apreciación de capital en la deuda, luce un poco optimista pretender alcanzar rápidamente dicho objetivo, dado el contexto de “higher for longer”, más aún con la sorpresa que generó la publicación del reporte laboral. Por lo tanto, **nuestro escenario base sugiere una estabilización en los niveles actuales, con alguna sorpresa temporal en la medida que algún indicador en particular se desvíe demasiado del consenso de expectativas.** No debemos olvidarnos que el mercado transita un contexto “macro data depending”.

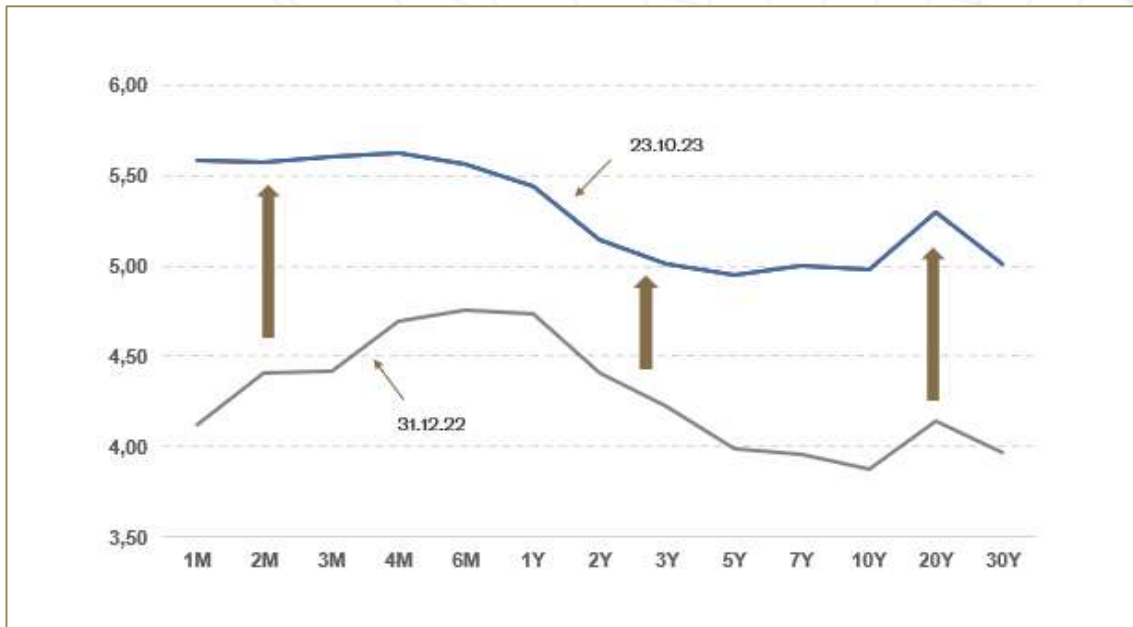
Figura n°7: Tasa a 10 años del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Investing

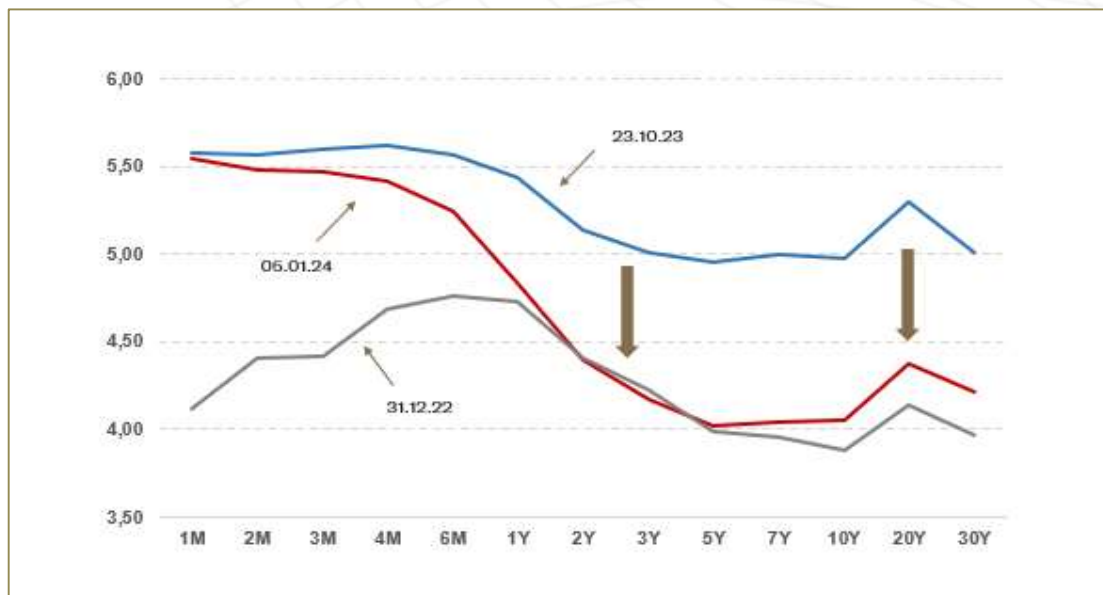
En lo que respecta a la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. es interesante destacar dos claros movimientos que se registraron durante 2023. En la figura n°8, puede apreciarse como la misma se elevó desde fines de 2022 hasta octubre.

Figura n°8: Curva de Rendimiento del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Figura n°9: Curva de Rendimiento del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

En la figura nº9 puede observarse el resultado del proceso que comenzó a partir de noviembre, que culminó con una interesante compresión de "spreads" en el tramo medio y largo, dejando aún con tasas altas el tramo corto, lo cual fue nuestra hipótesis de inversión durante todo 2023, por lo no que estuvimos preocupados por el "reinvestment risk" de letras. Obviamente, esta situación cambiará durante 2024, en la medida que el FOMC se sienta más seguro de comenzar con los recortes de su tasa de política monetaria.

Nuestro escenario base de posicionamiento para el comienzo del año, es que las ganancias de la renta fija vendrán más por devengamiento de cupones que por apreciación de capital. En ese sentido, dado el formato de la curva, consideramos que extender demasiado "duration" lo único que sumará al portafolio es volatilidad.

En los portafolios conservadores, sugerimos seguir aprovechando letras del Tesoro de EE.UU. hasta seis meses, combinando con fondos de deuda que en forma individual no superen más allá de los 3 años, como para lograr una "duration" promedio ponderado que no supere marcadamente el año. Obviamente, para perfiles que soporten más volatilidad tiene sentido aumentar "duration" pero el formato de la curva nos hace pensar que no vale la pena superar el territorio de las notas. Sólo en el caso que el FOMC considere que "higher for longer" no sería tan "longer" entonces valdría la pena aumentar plazos.

Acciones

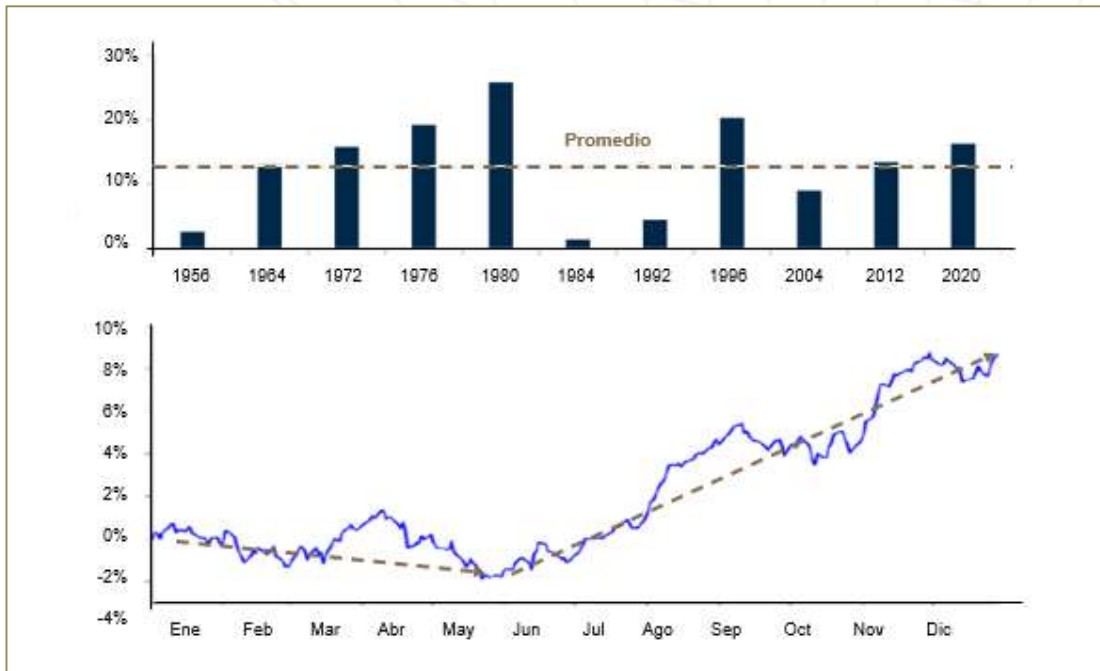
Si bien los años en los que tienen lugar elecciones presidenciales suelen generar ciertas preocupaciones, **de acuerdo a la historia del S&P500, como puede observarse en la figura nº10, durante los años de reelecciones presidenciales, desde 1956 hasta 2020, la performance promedio fue positiva en 13%.**

No obstante, como puede apreciarse en la misma figura, **de acuerdo a la historia del Dow Jones, se ha generado una estacionalidad intra anual, menos constructiva durante el primer semestre y más favorable durante el segundo tramo del año.**

Consideramos que, durante 2024, podría volver a repetirse la historia de un buen año. La condición necesaria para este escenario es que se cumpla el escenario económico base con el cual está trabajando el mercado de "soft landing", el cual permitiría, según Refinitiv, un aumento en las ganancias del S&P500 del 11,1% versus 3,1% en 2023. Queda claro que de ocurrir una "mild recession" el futuro de las ganancias sería distinto.

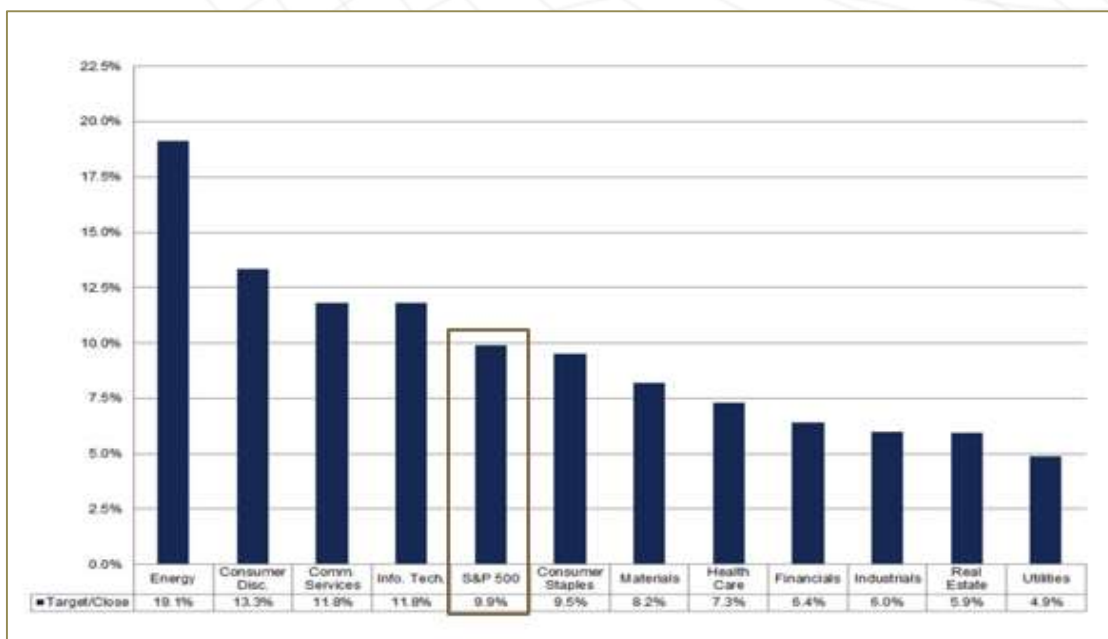
Pese a todo el camino recorrido por el S&P500 durante el Santa Rally de noviembre y diciembre, de acuerdo FactSet, en un escenario de "soft landing", aún el mercado tiene un "upside potential" positivo, teniendo en cuenta el "ratio price target vs. closing price", como puede apreciarse en la figura nº11, de casi 10%.

Figura nº10: S&P500 & Dow Jones durante años de elecciones presidenciales



Fuente: en base a Global Macro Cicle Partners

Figura nº11: "Price Target vs. Closing Price" al 05.01.24



Fuente: en base a FactSet

Más allá de la performance que el mercado de acciones pueda tener en el total del año, la lectura técnica del S&P500, que compartimos en la figura nº12, nos lleva a una situación de cautela, considerando que se podría repetir la historia resaltada en la figura nº10, en el sentido que el segundo semestre sería más constructivo que el primero.

Figura nº12: 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.