

30 de enero de 2024

Weekly Global Outlook

Mundo ideal: crecimiento con desaceleración de la inflación

De las noticias económicas que se conocieron durante los últimos días, destacamos la publicación del PBI correspondiente al cuarto trimestre de 2023 y al reporte de ingresos y gastos personales (PCE). El dato publicado del **PBI superó significativamente al consenso** (3,3% vs. 2,0%), **lo mismo ocurrió con el consumo personal** (0,7% vs. 0,4%). Paralelamente, **el indicador más importante de tendencia de inflación** minorista de EE.UU., que es la lectura interanual de la definición "core" del índice de precios del PCE **quedó por debajo del consenso** (2,9% vs. 3,0%). Como conclusión, EE.UU. parece estar transitando un mundo ideal con crecimiento y desaceleración de la inflación.

Con respecto al calendario económico, destacamos que el Tesoro publicará el **"Treasury Quaterly Refunding Announcement"**, el miércoles el **FOMC tendrá su primera reunión** del año, y el viernes el BLS publicará el **reporte de la situación de empleo**.

El mercado descuenta que el FOMC no modificará la tasa, pero intentará dilucidar cuan "longer" es el "higher for longer".

La semana pasada el Tesoro realizó licitaciones a 2, 5 y 7 años. De análisis de las misma surge un contexto de tasas que no da señales de querer seguir bajando al menos en el corto plazo. En el actual contexto, consideramos que el riesgo "duration" es superior al riesgo "crédito", por lo que **incluimos al "asset class" "high yield" en las sugerencias de renta fija**.

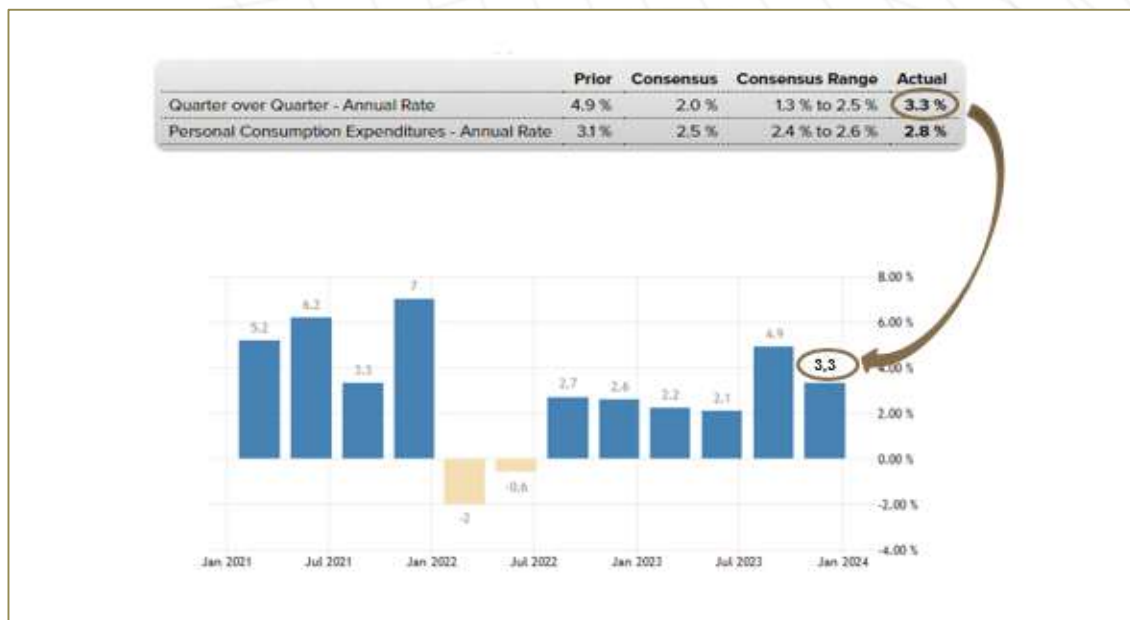
La lectura técnica del mercado de acciones sigue siendo constructiva, aunque desde los "fundamentals" comienza a agotarse el "upside" potencial. Lo relevante de esta semana es que, en el contexto de la temporada de resultados del cuarto trimestre del 2023, **5 de las 6 MAGMAN (Microsoft, Apple, Google, Meta, Amazon y Nvidia) estarán presentando sus resultados**. Dado los actuales niveles de los índices y las condiciones del mercado, seguimos sugiriendo moderación en el posicionamiento de acciones y estar muy atentos a todos los eventos que se desarrollarán esta semana.

ECONOMÍA

Dentro de las noticias económicas que se conocieron durante los últimos días, destacamos la publicación del PBI correspondiente al cuarto trimestre de 2023 y al reporte de ingresos y gastos personales.

En lo que respecta a la información sobre el PBI, como puede apreciarse en la figura n°1, **el dato publicado superó significativamente al consenso de estimaciones** (3,3% vs. 2,0%). Este dato es consistente con lo que hemos señalado en el reporte anterior, que tanto las ventas minoristas como la producción industrial habían marcado una aceleración del nivel actividad en el último tramo del año, lo cual justifica no sólo un mejor número de cierre de año, sino que un efecto estadístico de arrastre para el cálculo del 2024.

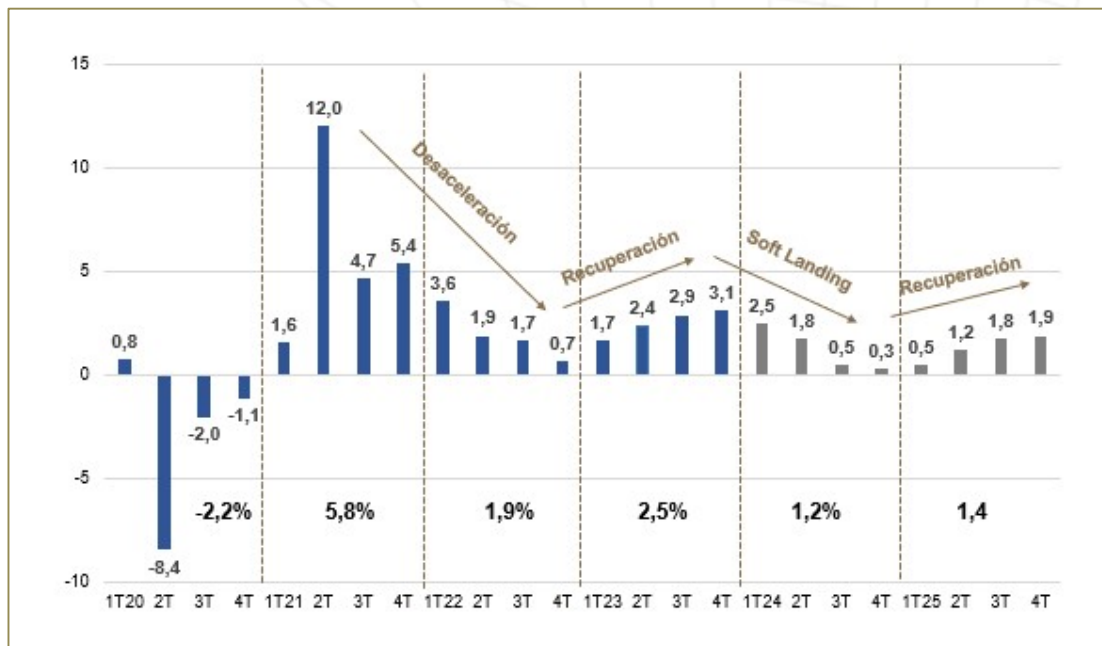
Figura n°1: PBI



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Mientras que en la figura n°1 el gráfico de barras muestra la evolución trimestral del PBI (Quarter over Quarter – Annual Rate), en la figura n°2 se lo representa también en forma trimestral, pero en relación a igual trimestre del año anterior, como suele expresarse más comúnmente en Argentina. De esta forma, puede apreciarse claramente la recuperación económica registrada en 2023, en lugar de la recesión que se temía en 2022. En base a las proyecciones de The Conference Board, graficamos la estimación del “soft landing” para 2024 y de una nueva recuperación para 2025.

Figura n°2: PBI -variación trimestral YoY%



Fuente: en base al BEA y a The Conference Board

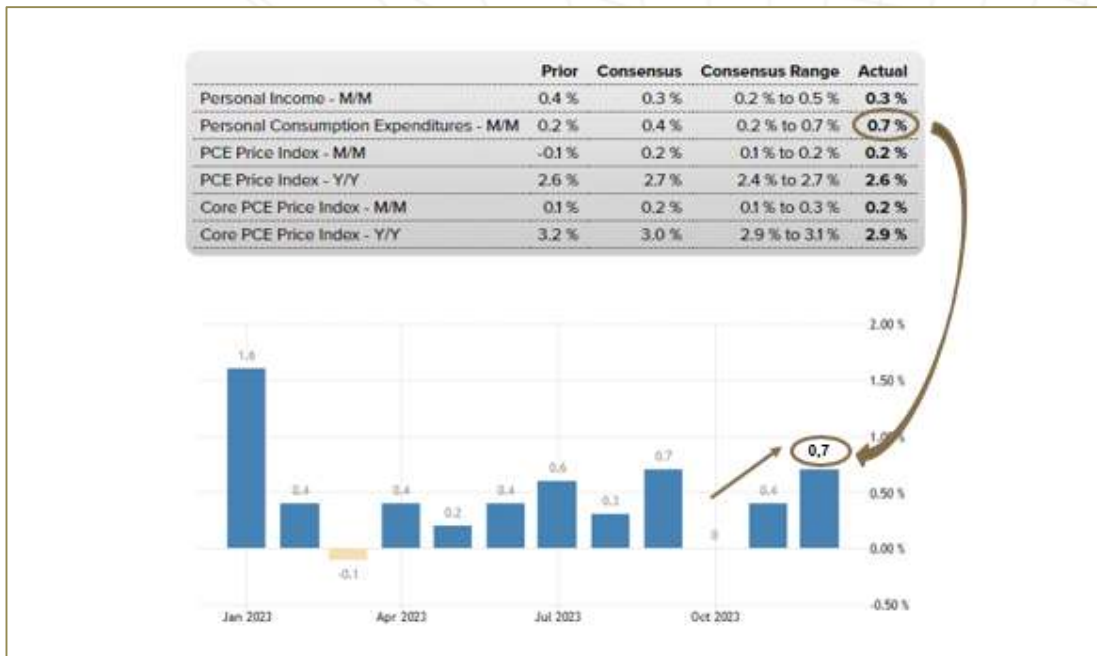
El viernes, también el BEA (Bureau of Economic Analysis) publicó su reporte de "Personal Income & Outlays" (ingresos y gastos personales), del cual destacamos tres aspectos que nos parecieron relevantes.

En la figura n°3 destacamos el comportamiento del **consumo personal**, el cual **superó significativamente al consenso de estimaciones** (0,7% vs. 0,4%), completamente en línea con lo que registraron las ventas minoristas informadas por el Census Bureau y el sentimiento del consumidor elaborado por la Universidad de Michigan.

Dicho reporte incluye al **índice de precios** al cual le presta más atención el FOMC de la Reserva Federal. En la figura n°4 señalamos al indicador más importante de tendencia de inflación minorista de EE.UU., que es la **lectura interanual de la definición "core"** la cual **no sólo quedó por debajo del consenso** (2,9% vs. 3,0%), **sino que también con respecto a la lectura previa** (2,9% vs. 3,2%).

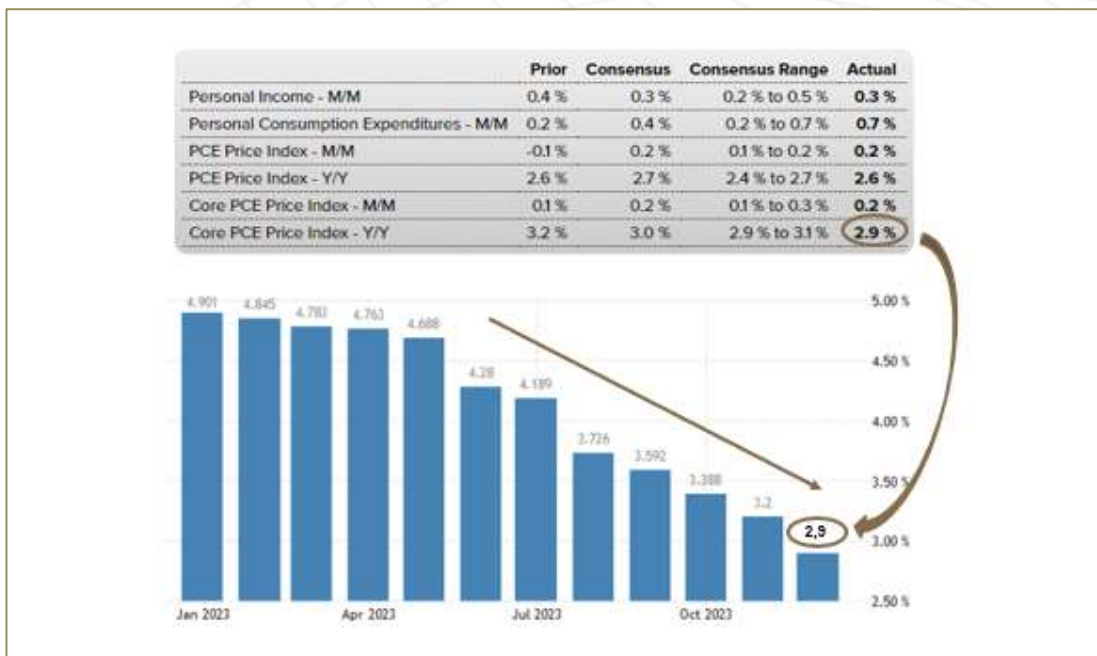
El dato quizás preocupante lo destacamos en la figura n°5. La lectura mensual de la definición "core", si bien coincidió con el consenso, marcó un ligero incremento con respecto a la lectura anterior, lo cual podría ser el origen de un nuevo efecto "sticky".

Figura n°3: Consumo Personal



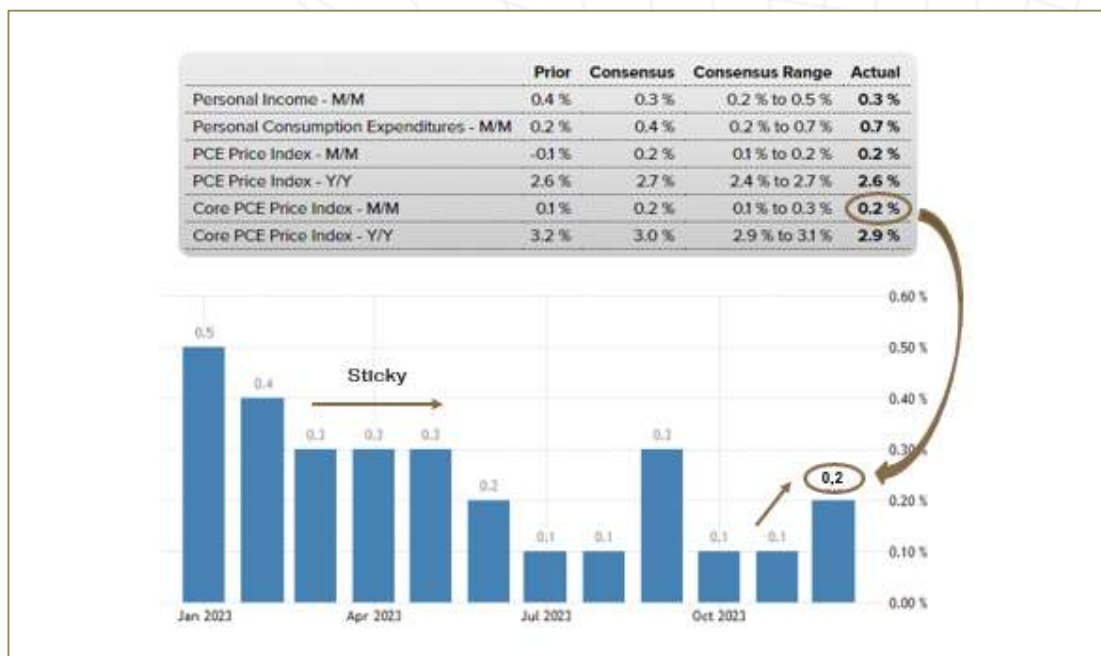
Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura n°4: Índice de Precios del PCE "core" – Interanual (%)



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura n°5: Índice de Precios del PCE "core" – Mensual (%)

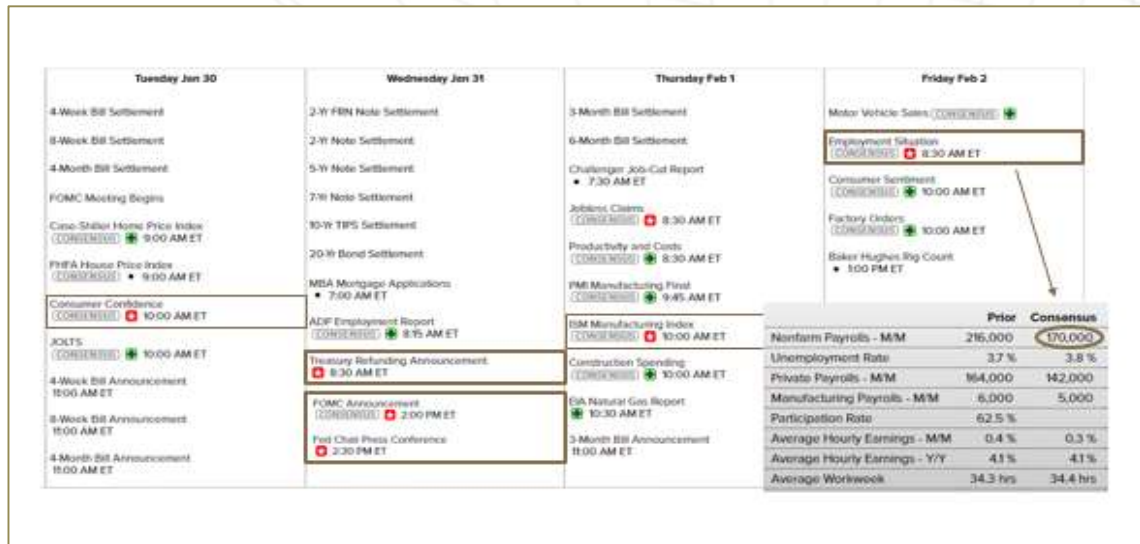


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Como conclusión de los indicadores comentados, **durante 2023 el FOMC de la Reserva Federal parece haber logrado la política monetaria de un mundo ideal, donde se ha logrado una importante desaceleración de la inflación sin resentir al nivel de actividad.** Como hemos señalado en más de una oportunidad, parte de la explicación radicaría en que el exceso de ahorro privado que se generó durante la pandemia, mediante la ayuda brindada por el Tesoro a las familias y a las pequeñas empresas, sirvió para amortiguar el endurecimiento de la política monetaria.

Con respecto al **calendario económico**, estamos en una semana con una catarata de información. El Tesoro publicará el **"Treasury Quaterly Refunding Announcement"**, el cual es seguido de cerca por los analistas de deuda. Martes el BLS publica el reporte de JOLTs. Miércoles, en su segundo día de reunión, **el FOMC publicará su decisión con respecto a la política monetaria y luego Jerome Powell hará su presentación seguida del Q&A.** Jueves, se publican los índices de los gerentes de compra correspondientes al sector manufacturero. Cerrando la semana, **el viernes el BLS publicará el reporte de la situación de empleo**, que es el reporte mensual más importante del mercado laboral. En lo que respecta a los "Nonfarm Payrolls" de acuerdo a Econoday, el consenso es de 170.000, para la tasa de empleo se espera 3,8% y en lo que respecta al "average hourly earnings" 4,1%.

Figura n°6: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

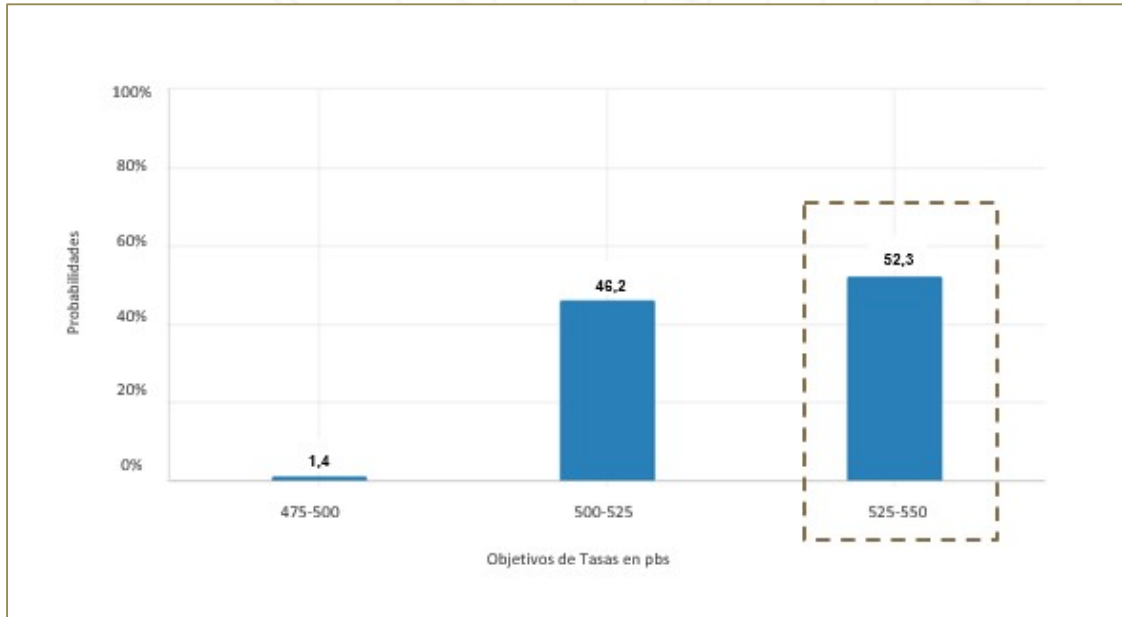
EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Esta semana tendrá lugar la primera reunión del FOMC de la Reserva Federal. De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, **el mercado descarta que haya una modificación en la tasa de política monetaria**. No obstante, habrá expectativas en la presentación de Jerome Powell y especialmente en la ronda de preguntas y respuestas. El tema a intentar dilucidar es cuan "longer" es el "higher for longer" y cuantos recortes de la tasa podría llegar a implementar el FOMC durante 2024.

Como destacamos en la figura n°7, **el mercado sigue asignando como el escenario más probable, a aquel en cual el FOMC tampoco recorta a su tasa de política monetaria en la reunión del 20 de marzo**.

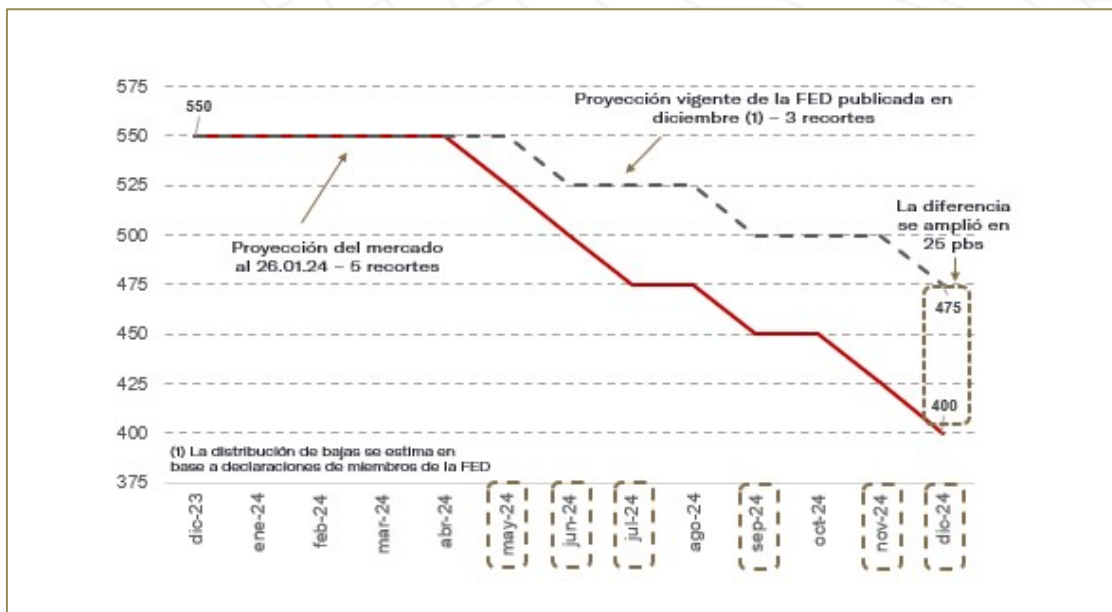
A diferencia de la percepción existente previo a la publicación del índice de precios del PCE que analizamos en el apartado anterior, **el mercado ha vuelta a considerar que el FOMC podría implementar 6 recortes en lugar de 5**. Por lo tanto, de las 8 reuniones que anualmente tiene programado el FOMC, sólo en la de enero y en la de marzo, no recortaría la tasa. A partir de mayo ejecutaría el primer recorte, para continuar en: junio, julio, septiembre, noviembre y diciembre. Recordemos, que acuerdo al SEP del FOMC presentado en diciembre, la autoridad monetaria tiene proyectado sólo tres recortes durante 2024, como se describe en la figura n°8.

Figura n°7: Probabilidades de Objetivos de Tasa para la Reunión del 20.03.24



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

Figura n°8: Expectativas de Tasas de Política Monetaria



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

RENTA FIJA

La semana pasada el Tesoro realizó licitaciones a 2, 5 y 7 años. Para los casos de 5 y 7, el Tesoro elevó el cupón de 3,750% a 4,000%. En la figura n°9 puede apreciarse que las "Yield Awarded" (tasa máxima o de corte), para todos los casos fue superior a las licitaciones de igual plazo de diciembre, lo cual demuestra un **contexto de tasas que no da señales de querer seguir bajando al menos en el corto plazo**. Del análisis de los "bid to cover" tenemos resultados mixtos. En las licitaciones de a 2 y 5 años fueron inferiores, mientras que la de 7 años fue superior. En el caso particular de la licitación a 5 años, dicho ratio estuvo por debajo del nivel crítico de 2,5.

Figura n°9: Últimas licitaciones del Tesoro

| 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 |
|---------------------|------------|---------------|------------------------|-------------|------------------------|--------------------|--------------|------------------------|
| 26.12.23 | 2 | 4,250 | -0,625 | 4,314 | -0,573 | 57 | 2,68 | 0,140 |
| 27.12.23 | 5 | 3,750 | -0,625 | 3,801 | -0,619 | 58 | 2,50 | 0,040 |
| 28.12.23 | 7 | 3,750 | -0,625 | 3,859 | -0,540 | 40 | 2,50 | 0,060 |
| 09.01.24 | 3 | 4,000 | -0,625 | 4,105 | -0,596 | 52 | 2,67 | 0,000 |
| 10.01.24 | 10 | 4,500 | 0,000 | 4,024 | -0,495 | 37 | 2,56 | 0,110 |
| 11.01.24 | 30 | 4,750 | 0,000 | 4,229 | -0,540 | 21 | 2,37 | 0,130 |
| 17.01.24 | 20 | 4,750 | 0,000 | 4,423 | 0,210 | 13 | 2,53 | -0,020 |
| 23.01.24 | 2 | 4,250 | 0,000 | 4,365 | 0,051 | 60 | 2,57 | -0,110 |
| 24.01.24 | 5 | 4,000 | 0,250 | 4,055 | 0,254 | 61 | 2,31 | -0,190 |
| 25.01.24 | 7 | 4,000 | 0,250 | 4,109 | 0,250 | 41 | 2,57 | 0,070 |

(1) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Pasando a nuestras consideraciones sobre la tasa a 10 años, desde comienzos de año hemos considerado como escenario base una lateralización de la misma próxima a un nivel del 4,00%.

Como ya hemos comentado en reportes previos, teniendo en cuenta un objetivo de largo plazo de la tasa de Fed Funds de 2,50% y el spread histórico entre dicha tasa y la de 10 años de 150pbs, el nivel de 4,00% sería razonable en un contexto de política monetaria neutral.

Pensar en una tasa superior al 4,00% sería consistente con un contexto de inflación que no termine de converger hacia el objetivo del FOMC. Como comentamos en el apartado de economía, la publicación del índice de precios del PCE ha dejado una señal positiva con respecto a la tendencia de desaceleración, motivo por el cual dijimos en el apartado de expectativas de tasas, que el mercado ha vuelto a estimar 6 recortes en lugar de 5.

En el otro extremo, pensar en una tasa que descienda claramente por debajo del 4,00% sería consistente con un contexto económico en el cual haya señales que en lugar que la economía se encamine hacia un "soft landing", lo haga hacia una "mild recession". Como resaltamos en el apartado de economía del presente reporte y el anterior, se han acumulado una serie de indicadores, que al menos por el momento marcan una destacable resiliencia de la economía frente al endurecimiento de la política monetaria.

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



Fuente: en base a Investing

Focalizando en la lectura técnica que compartimos en la figura n°10, vemos que luego del mínimo registrado hacia fines de 2023, la tasa de 10 años parece transitar un canal alcista que temporalmente ha encontrado una resistencia en el máximo intradiario de 4,198%. Si bien durante los últimos días osciló entre dicho máximo y el mínimo de 4,075, se mantiene la señal de compra en el MACD, el RSI no se encuentra en zona de sobre compra y tampoco se ha formado una señal de divergencia bajista.

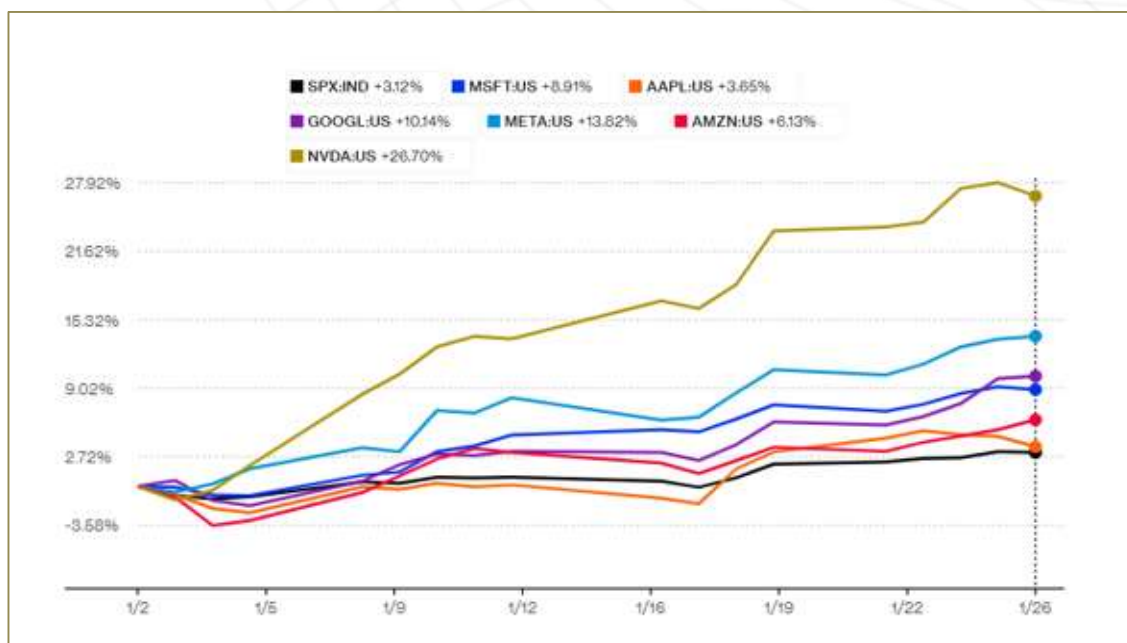
Por lo tanto, aunque poco probable, no descartamos que la tasa pueda llegar a un nivel de 4,295 que destacamos en dicha figura. En el actual contexto, seguimos considerando la conveniencia de posicionamiento en deuda de acotada "duration", con el objetivo de devengar intereses y minimizar pérdidas por caída de los precios. **En el actual contexto de 2024, seguimos estimando que el riesgo "duration" es superior al riesgo "crédito", por lo que consideramos al "asset class" "high yield" como un buen complemento en una cartera de renta fija.**

Acciones

Como venimos desarrollando en reportes anteriores, al menos en el corto plazo las preocupaciones sobre una eventual recesión se han reducido y aumentó la probabilidad de un escenario de "soft landing", el cual ha tenido un correlato muy constructivo para las acciones.

En la figura n°11 se puede apreciar que para el caso particular del S&P500, la suba acumulada en el año es de 3,12% al viernes 26 de enero. Sin embargo, dicha suba viene siendo impulsada por un grupo particular de compañías denominadas las MAGMAN (Microsoft, Apple, Google, Meta, Amazon y Nvidia), las cuales tiene una participación aproximada en el índice S&P500 del 26% y en el Nasdaq-100 del 35%.

Figura n°11: S&P500 vs. las MAGMAN



Fuente: en base a Bloomberg

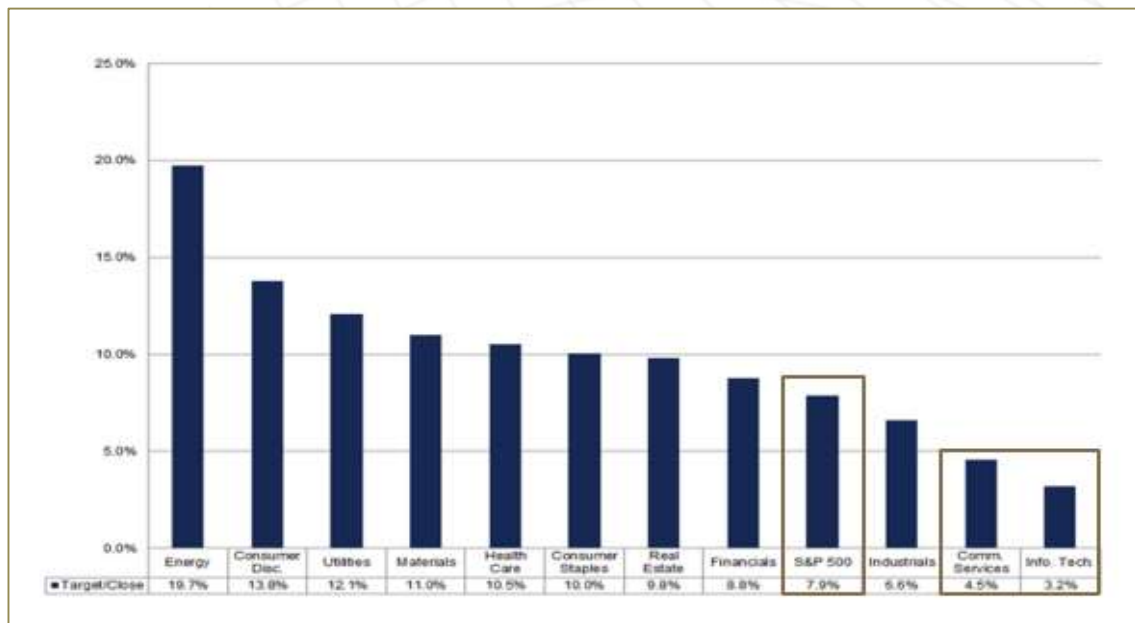
Si bien las primeras ruedas del año hicieron pensar que podría haber una rotación de "growth" hacia "value", la realidad, es que las MAGMAN han sido nuevamente las locomotoras durante lo transcurrido del 2024, como puede observarse en la figura previa.

Lo relevante de esta semana es que, **en el contexto de la temporada de resultados del cuarto trimestre del 2023, 5 de las 6 MAGMAN estarán presentando sus resultados.**

El martes 30 lo harán MSFT y GOOGL con EPS estimados de 2,78 y 1,59 respectivamente. El jueves 1º lo harán APPL, AMZN y META con consensos de EPS de 2,10, 0,80 y 4,81 respectivamente.

Como destacamos en la figura nº12, de acuerdo a FactSet el "upside" potencial según el "ratio price target/closing price" comienza a agotarse, en especial en el sector de "information technology" (3,2%) y "Communication Services" (4,5%), los cuales suman una ponderación del 37,60% en el S&P500 y del 63,0% en el Nasdaq-100. Por lo tanto, más allá del porcentaje de sorpresa que arrojen los EPS publicados, será muy relevante los "guidelines" que transmitan las conferencias de presentación de los resultados.

Figura nº12: "Price Target vs. Closing Price" al 26.01.24



Fuente: en base a FactSet

Mientras aguardamos la publicación de los resultados de las 5 de las 6 MAGMAN, que hemos mencionado anteriormente y que podrían definir el futuro del S&P500 y más aún, del Nasdaq-100, en la figura nº13 compartimos nuestra lectura técnica del S&P500.

Figura nº13: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Luego de la lateralización entre fines de 2023 y comienzos de 2024, los constructivos indicadores de nivel de actividad impulsaron al mercado al alza, quebrando no sólo la resistencia del canal de lateralización, sino que también a la del canal alcista de mediano plazo. Paralelamente, el MACD mantiene vigente la señal de compra. El RSI he ingresado a la zona de sobre compra, pero no ha definido una divergencia bajista. Por lo tanto, **la lectura técnica sigue siendo constructiva.**

Más allá del comentario técnico, no hay que perder de vista que luego del positivo resultado del reporte de "Personal Income & Outlays" que desarrollamos en el apartado de economía, el S&P500 cerró negativo, quizás generando una señal de cierto agotamiento de la fuerza alcista.

Dado los actuales niveles de los índices y las condiciones del mercado, seguimos sugiriendo moderación en el posicionamiento de acciones y estar muy atentos a todos los eventos que se desarrollarán esta semana.

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.