

20 de febrero de 2024

Weekly Global Outlook

A la espera de los resultados de Nvidia

Durante la semana pasada, **los mercados se movieron al compás de las sorpresas que fueron generando los indicadores económicos**. En el comienzo de la semana, la publicación del IPC sorprendió al consenso de las estimaciones. El dato de mayor preocupación fue la variación mensual de la definición "core". Pasando de la inflación al nivel de actividad, las ventas minoristas mostraron un comportamiento más débil al esperado y la producción también quedó por debajo de los consensos. **Luego de una sucesión de semanas, durante las cuales todos los datos relacionados con el nivel de actividad venían dando por encima de lo esperado, la semana pasada representó un cambio de sentimiento.**

Con respecto **al calendario económico**, no hay agendados indicadores de alta relevancia para los mercados. Varios miembros del FOMC tienen agendadas presentaciones y el Tesoro colocará un bono a 20 años el miércoles.

La sorpresa provocada por el dato del IPC tuvo un impacto directo sobre las expectativas de tasas de interés. **El mercado redujo la cantidad de recortes de 25pbs a solo 4.**

A su vez, los cambios en las expectativas de tasas, tuvieron sus impactos en el mercado de deuda. **En el caso particular de la tasa a 10 años, durante la semana pasada, registró los máximos niveles del año.** Seguimos recomendando corta "duration".

Con respecto al S&P500, desde la lectura técnica hay señales desde amarillas a anaranjadas en cuanto a la posibilidad de al menos un "pull back" de la presente tendencia alcista. Desde los "fundamentals", la temporada de resultados del último trimestre del año pasado ya avanzó al 79% de las 500 compañías del S&P500, con un porcentaje de sorpresas positivas del 80,0% el cual compara con el promedio histórico de 66,6% y el promedio de los últimos cuatro trimestres de 76,4%. **Un aspecto muy importante de esta semana en lo que se refiere a la temporada de resultados es que el miércoles 21 tiene agendado publicar sus resultados Nvidia (NVDA)**

ECONOMÍA

Durante la semana pasada, los mercados se movieron al compás de las sorpresas que fueron generando los indicadores económicos. En el comienzo de la semana, como puede apreciarse en la figura n°1, la publicación del IPC sorprendió al consenso de las estimaciones. Como se destaca en dicha figura, en lo que respecta a la variación interanual de la definición "core", el dato publicado superó al consenso (3,9% vs. 3,7%).

Figura n°1: IPC – Variación Interanual del IPC "core" (%)

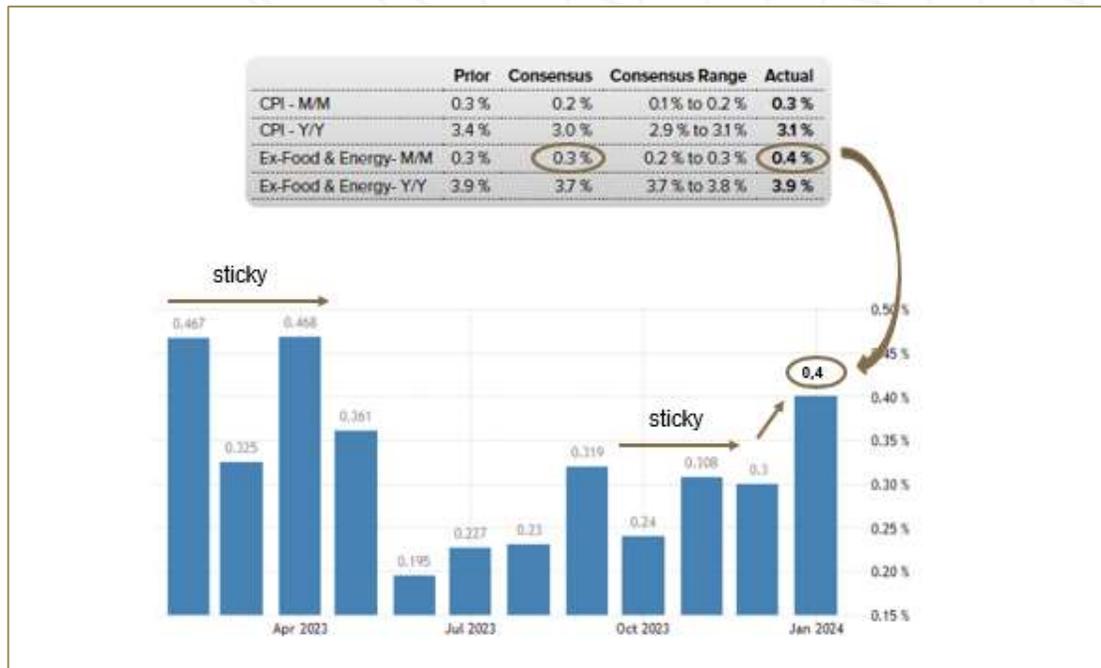


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

No obstante, **el dato de mayor preocupación** es el que se destaca en la figura n°2, allí puede apreciarse que la **variación mensual de la definición "core"**, también **superó al consenso** (0,4% vs. 0,3%). En el reporte anterior habíamos advertido que, de confirmarse el consenso constituía una mala noticia, dado que confirmaba la preocupación de los miembros del FOMC de la Reserva Federal, en el sentido que la inflación "core" comience a estabilizarse en una meseta dando origen nuevamente al debate sobre la "sticky inflation". Al superarse al consenso, obviamente la situación es peor a lo esperado, lo cual impactó en las cotizaciones de bonos y acciones.

Queda esperar hacia fin de mes, cuando se publique el índice de precios del PCE si se ratifica o rectifica la preocupación que dejó el IPC.

Figura n°2: IPC – Variación mensual "core" (%)



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Pasando de la inflación al nivel de actividad, el jueves se dieron a conocer los datos de ventas minoristas y de producción, los cuales también sorprendieron a los consensos.

En el caso particular de las **ventas minoristas**, las mismas **mostraron un comportamiento más débil al esperado** (-0,8% vs. -0,1), lo cual se destaca en la figura n°3. A su vez, las dos lecturas previas fueron revisadas a la baja.

En lo que respecta a la **producción industrial**, como puede observarse en la figura n°4, la variación mensual **también quedó por debajo de los consensos** (-0,1% vs. 0,2%), así como también la utilización de la capacidad instalada (78,5% vs. 78,8%), incluso ligeramente por debajo de la lectura anterior (78,5% vs. 78,6%).

Luego de una sucesión de semanas, durante las cuales todos los datos relacionados con el nivel de actividad venían dando por encima de lo esperado, la semana pasada representó un cambio de sentimiento. Incluso el viernes, los permisos e inicios de construcción también quedaron por debajo de los consensos. Como cierre de la semana, el sentimiento del consumidor, según la universidad de Michigan también quedó por debajo de lo esperado (79,6% vs. 80,0%), pero por encima de la lectura anterior (79,0%).

Figura nº3: Ventas Minoristas



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura nº4: Producción Industrial

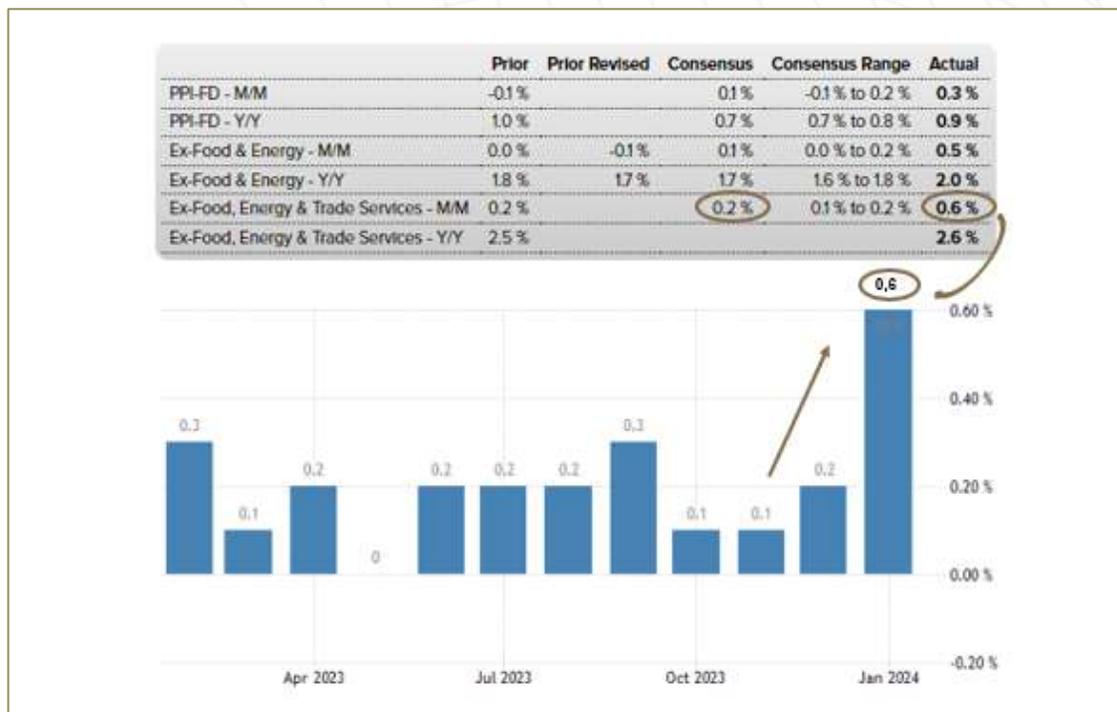


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Volviendo al tema de la inflación, si bien no acostumbramos a dedicarle espacio en estos reportes a los **precios al productor**, dada la sensibilidad que provocó sobre el tema inflacionario, el dato del IPC, vale la pena agregar un breve comentario sobre lo sucedido el viernes con la publicación de dicho indicador.

Todas las lecturas, tanto interanuales como mensuales, como las definiciones nivel general y "core", superaron a los consensos. **La más preocupante de todas es** la que destacamos en la figura nº5, es decir **la variación mensual de la definición "core"**, la cual triplicó el consenso (0,6% vs. 0,2%) y marcó una clara aceleración con respecto a las lecturas previas.

Figura nº5: Precios al Productor

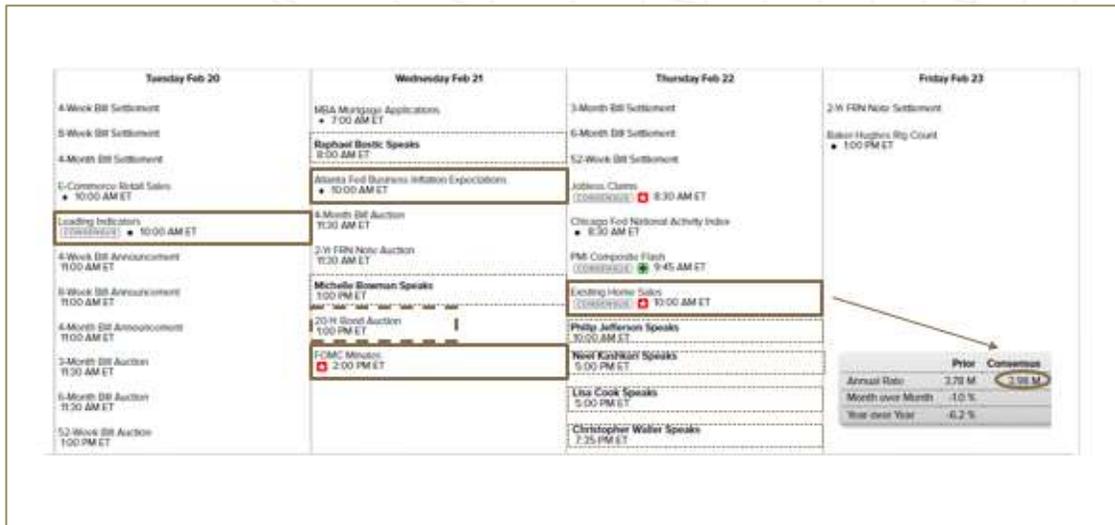


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Con respecto al **calendario económico**, no hay agendados indicadores de alta relevancia para los mercados. Destacamos los indicadores líderes (martes), Expectativas de inflación de la Reserva Federal de Atlanta y Minutas del FOMC (miércoles) y Ventas de casas existentes (jueves).

Como se destaca la figura nº6, varios miembros del FOMC tienen agendadas presentaciones y el Tesoro colocará un bono a 20 años el miércoles.

Figura n°6: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

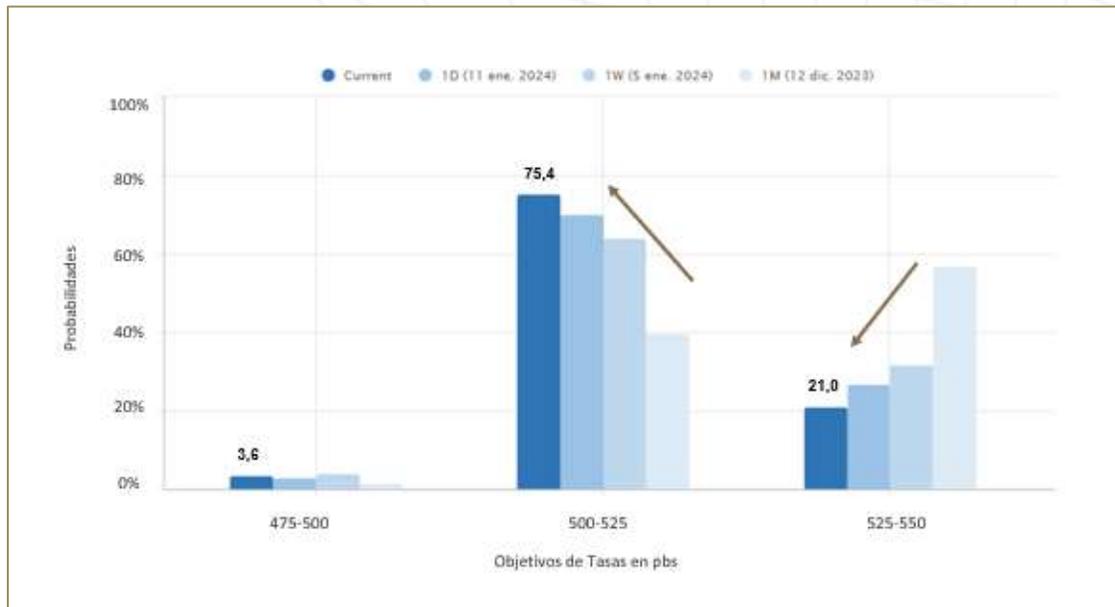
La sorpresa provocada por el dato del IPC tuvo un impacto directo sobre las expectativas de tasas de interés. De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, **el mercado redujo la cantidad de recortes de 25pbs a solo 4**, habiendo llegado a estimar 6 recortes hace un mes. No obstante, la debilidad de los datos de ventas minoristas y de producción industrial, llevaron a pensar que, si comienza a modificarse las perspectivas sobre el nivel de actividad, quizás el FOMC tenga que recortar la tasa antes de lo esperado.

Sin embargo, el cierre de la semana, con el dato de los precios al productor, convalidó el escenario de los 4 recortes para 2024.

En lo que respecta a la reunión del FOMC del 20 de marzo, en la actualidad el mercado considera que no se modificará la tasa de política monetaria con una probabilidad del 90%.

Como destacamos en la figura n°7, para la reunión del 1° de mayo el mercado fue modificando significativamente sus perspectivas. Mientras que hace sólo un mes, estimaba que a esa altura del año lo más probable era que el FOMC estuviese ejecutando entre el primer o el segundo recorte del año, en la actualidad considera que el escenario más probable, al cual le asigna una probabilidad del 61,6%, es aquel en el cual el FOMC deja sin cambios a su tasa de política monetaria.

Figura n°7: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (pbs)



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

RENTA FIJA

Las sorpresas en los resultados de las publicaciones de los indicadores económicos y sus consecuentes influencias en las expectativas de tasas, tuvieron sus impactos en el mercado de deuda. En el caso particular de **la tasa a 10 años, durante la semana pasada registró los máximos niveles del año.**

Como venimos planteando desde comienzos de año y remarcamos en la figura n°8, nuestro escenario base ha sido una lateralización en torno a 4,0%, aunque no descartábamos un rebote hasta la zona de 4,30%, motivo por el cual hemos sugerido desde comienzos de año, priorizar corta "duration" en los portafolios de deuda y que, en el caso de querer aumentar riesgo en el portafolio, hemos preferido incrementar riesgo crediticio en lugar de riesgo "duration".

En nuestro escenario base podríamos interpretar lo sucedido la semana como una falsa señal de quiebre del canal de lateralización. Desde la perspectiva de la economía, un resultado del índice de precios del PCE, que rectifique la impronta que instaló el IPC, podría hacer retornar a la tasa a la zona del canal y ver estos niveles de precios de la deuda como atractivos para un posicionamiento, al menos de corto plazo.

Figura nº8: Tasa a 10 años – Escenario base



Fuente: en base a Investing

No obstante, tengamos en cuenta que en el informe anterior, analizamos el reporte fiscal del CBO (Congressional Budget Office), el cual mostraba proyecciones para la tasa de 10 años de hasta 4,6% para este año. En dicho marco, podríamos tener una lectura técnica alternativa, la cual compartimos en la figura nº9. En un contexto donde el índice de precios del PCE ratifique el contexto que instaló el IPC, el nivel de 4,30% ya no sería una falsa señal, sino que parte de la tendencia alcista. Este escenario es reforzado por la señal de compra en el MACD. En este escenario alternativo, se tomaría como falsa señal lo ocurrido a comienzos de febrero.

Más allá de cual termine siendo el escenario, coincidimos plenamente con la visión de largo plazo del CBO de una proyección de 4,0%, obviamente en un contexto donde el FOMC logre llevar a la inflación al objetivo del 2% y con una política neutral donde la tasa de política monetaria sea del 2,5%. En el mientras tanto, la tasa de 10 años puede oscilar por encima o por debajo de dicho valor.

La razón económica que la podría hacer seguir subiendo es que el FOMC encuentre dificultad en llevar a la inflación a su objetivo. En el caso opuesto, la razón de una baja sería que el nivel de actividad se debilite en forma preocupante. **Con la información disponible, consideramos más alto el riesgo a una suba que a una baja, por lo que reforzamos nuestra sugerencia de corta "duration" y seguir aprovechando el devengamiento de las altas tasas de los instrumentos de deuda a plazos cortos.**

Figura nº9: Tasa a 10 años – Escenario alternativo



Fuente: en base a Investing

Acciones

Como puede apreciarse en la figura nº10, el S&P500 ha seguido extendiendo durante lo transcurrido del año, el "Santa Rally" que comenzó el 27 de octubre con un mínimo intradiario de 4.103,78 y que hasta el momento alcanzó el máximo intradiario de 5.048,39 el 12 de febrero de 2024, acumulando un 23% entre dichas cifras.

Desde la lectura técnica hay señales desde amarillas a anaranjadas en cuanto a la posibilidad de al menos un "pull back" de la presente tendencia alcista. Mientras que el RSI viene marcado divergencias bajistas, la semana pasada el MACD definió señal de venta. No obstante, como se puede apreciar claramente en la figura mencionada, **por el momento el índice sigue ascendiendo sobre el soporte del canal alcista.**

Como hemos venido planteando, si bien hacia fines de 2023 no había en promedio una lectura muy constructiva sobre el mercado de acciones, la realidad superó a las expectativas. En buena medida la razón del comportamiento de los precios de las acciones, estuvo motivado por las sorpresas constructivas en los indicadores de nivel de actividad que sistemáticamente superaron los consensos, aunque la semana pasada, dejó la duda si podría iniciarse un cambio en las expectativas. Otro factor de gran relevancia que llevó al mercado más allá de lo esperado, fue la buena temporada de resultados (ver figura nº11).

Figura nº10: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Figura nº11: S&P500 – 4T23 Ganancias vs. Expectativas

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	36	67,9	77,8	0,0	22,2
Consumer Staples	38	26	68,4	84,6	7,7	7,7
Energy	23	15	65,2	80,0	0,0	20,0
Financials	72	69	95,8	78,3	1,4	20,3
Health Care	64	54	84,4	81,5	3,7	14,8
Industrials	78	69	88,5	84,1	2,9	13,0
Materials	28	24	85,7	83,3	0,0	16,7
Real Estate	31	22	71,0	54,5	27,3	18,2
Information Technology	64	50	78,1	88,0	4,0	8,0
Communication Services	19	16	84,2	68,8	0,0	31,2
Utilities	30	14	46,7	78,6	7,1	14,3
S&P500	500	395	79,0	80,0	4,1	15,9

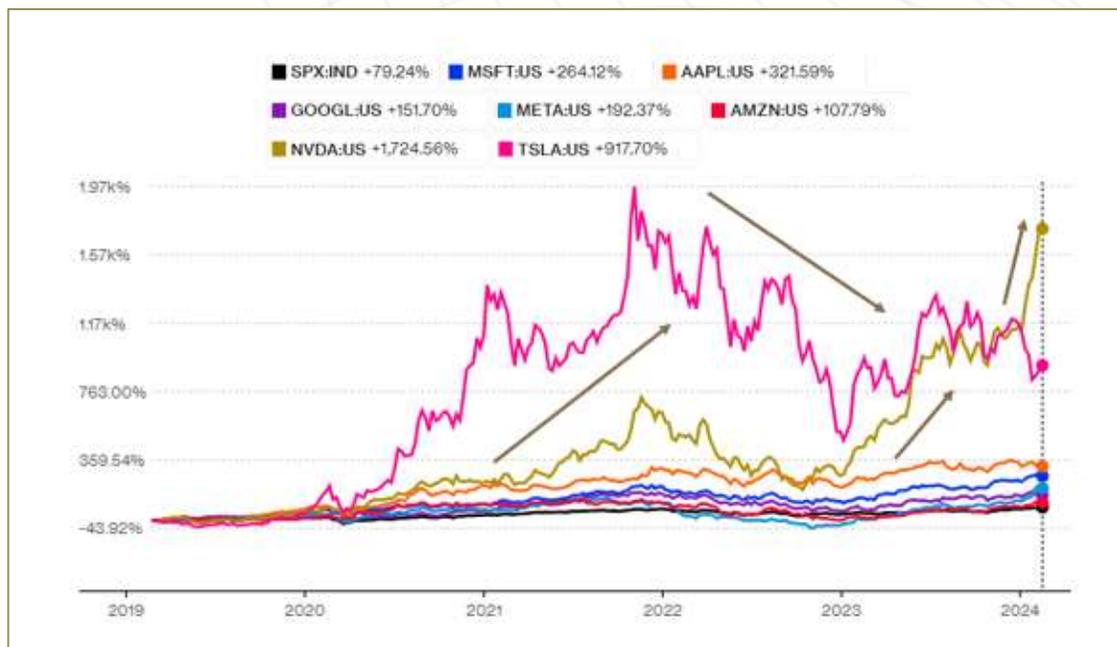
Fuente: en base a LSEG

Como puede observarse en la figura n°11, **la temporada de resultados del último trimestre del año pasado ya avanzó al 79% de las 500 compañías del S&P500, con un porcentaje de sorpresas positivas del 80,0%** el cual compara con el promedio histórico de 66,6% y el promedio de los últimos cuatro trimestres de 76,4%.

Un aspecto muy importante de esta semana en lo que se refiere a la temporada de resultados es que el miércoles 21 tiene agendado publicar sus resultados Nvidia (NVDA), con un consenso de estimaciones de ganancias por acción de USD 4,59. Más allá de la potencial sorpresa positiva o negativa que pueda dar el dato a publicar, los analistas estudiarán en detalle la información y será de gran relevancia los "guidelines" que puedan surgir.

Nvidia es una de las compañías integrantes del grupo de las MAGMAN (Microsoft, Apple, Google, Meta, Amazon y Nvidia), pero se ha destacado por cómo se ha acelerado el crecimiento del precio de su acción, desde comienzos de 2023, como puede observarse en la figura n°12.

Figura n°12: S&P500 vs. "The Magnificent Seven" (MAGMAN + Tesla)



Fuente: en base a Bloomberg

En la mencionada figura puede apreciarse que el escalamiento de precios de NVDA desde 2023, tiene un cierto parecido al de TSLA desde comienzos de 2020, para luego corregir en 2022.

¿En qué medida podría NVDA repetir el parámetro de comportamiento de precios de TSLA? Hoy en día su participación tanto en el Nasdaq-100 como en el S&P500 es muy relevante, por los que una corrección en su precio no sería inocua para el mercado. Si bien en la denominación de las MAGMAN, queda en sexto lugar, como se destaca en la figura n°13, de acuerdo a los valores de cierre de mercado al viernes 16 de febrero, según capitalización de mercado queda en tercer lugar.

Figura n°13: Ranking de empresas según Market Cap.

Rank	Name	Market Cap	Price
1	 Microsoft MSFT	\$3.002 T	\$404.06
2	 Apple AAPL	\$2.815 T	\$182.31
3	 NVIDIA NVDA	\$1.793 T	\$726.13
4	 Amazon AMZN	\$1.760 T	\$169.51
5	 Alphabet (Google) GOOG	\$1.753 T	\$141.76
6	 Meta Platforms (Facebook) META	\$1.206 T	\$473.32

Fuente: en base a companiesmarketcap.com

La semana pasada, Morningstar publicó un interesante reporte en el que sugiere que hay que tener en cuenta en los resultados de Nvidia del cuarto trimestre de 2023. El segmento de los "Data Centre" sigue en el punto de mira. Este negocio domina los ingresos, las ganancias y la valoración de Nvidia. La compañía ha seguido superando sus previsiones anteriores y elevando sus estimaciones para el siguiente trimestre. **Los factores más importantes que ponen un techo a las ganancias de Nvidia son las limitaciones de suministro. Por lo tanto, los analistas estarán muy atentos a cualquier comentario sobre este tema.**

Morningstar califica a Nvidia con sólo 2 estrellas, y considera que la acción está sobrevalorada, con respecto a un valor de largo plazo de USD 480 por acción. De su reporte extraemos la figura n° 14. **Según SLEG (ex Refinitiv) el "price target" consenso de mercado, es de USD 707,49.** Dicho valor es inferior al de mercado.

Figura nº14: Nvidia – Precio de Mercado vs. “Fair Value”

Fuente: extraído de Morningstar

No obstante, Morningstar anticipa una expansión masiva en el mercado de procesadores de IA en la próxima década, y en ese terreno hay un tremendo crecimiento potencial de los ingresos tanto en Nvidia como para las soluciones de la competencia de fabricantes de chips externos (como AMD o Intel (INTC) o soluciones internas desarrolladas por hiper escaladores (como chips de Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN) u otros).

Según Morningstar; los “Bulls” dicen que las “GPU” (Graphics Processing Units) de Nvidia ofrecen un procesamiento paralelo líder en la industria, que históricamente se necesitaba en las aplicaciones de juegos de PC, pero que se ha expandido a la minería de criptomonedas, la IA y quizás otras aplicaciones futuras. Las GPU para centros de datos de Nvidia y la plataforma de software “Cuda” han establecido a la compañía como el proveedor dominante para el entrenamiento de modelos de IA, que es un caso de uso que debería aumentar exponencialmente en los próximos años. La empresa tiene la ventaja de ser pionera en el mercado de la conducción autónoma que podría conducir a la adopción generalizada de su plataforma de conducción autónoma “Drive PX”.

En el otro extremo, los “bears” dicen que Nvidia es un proveedor líder de chips de IA en la actualidad, pero que otros poderosos fabricantes de chips y titanes tecnológicos están focalizados en competir.

Si bien "Cuda" es preeminente en software y herramientas de entrenamiento de IA, los principales proveedores de la nube probablemente preferirían ver una mayor competencia en este espacio y podrían cambiar a herramientas alternativas de código abierto si surgieran. El negocio de "GPU" para juegos de Nvidia a menudo ha visto ciclos de auge o caída basados en la demanda de PC y, más recientemente, también en la minería de criptomonedas.

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.