

HACIA UN NUEVO “TIGHTENING” ESTA VEZ, EN MANOS DE BANCOS NORTEAMERICANOS

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 En el FOMC del pasado 3/5/23 la Fed insinúa pausa en su política de tightening
- 🕒 La Fed sube su tasa de referencia en 25 basis, sin sorpresas
- 🕒 Se mantiene la postura de una Fed en “wait and see mode”, muy cauta
- 🕒 El próximo tightening provendrá de la restricción al crédito ejecutada por los bancos
- 🕒 Nuevos “pequeños” bancos norteamericanos en problemas
- 🕒 Nada que haga pensar en el resurgimiento del cisne negro por el momento
- 🕒 Las “big 5” generaron un rally casi en soledad, con poco breadth
- 🕒 Los principales mercados operando en rangos: yields, monedas y acciones
- 🕒 A pesar de la OPEC el petróleo claudica ante una economía global en desaceleración
- 🕒 Sigue sin traccionar la reapertura de la economía china como motor de crecimiento global
- 🕒 Se mantiene la debilidad del dólar como escenario base y yields en niveles muy deprimidos
- 🕒 Suena razonable defender tenencias en oro y plata ante la persistente debilidad del dólar
- 🕒 El “Debt Ceiling” amenazaría con convertirse en un driver “risk off” de corto plazo

Contexto

Sigue la presión en Estados Unidos a ciertos bancos pequeños con problemas de liquidez y fuga de depósitos. No parecería insinuar el renacimiento del cisne negro bancario pero le dio una razón a los bears para generar una coyuntura risk off durante la semana.

El driver relevante de la semana ha sido la decisión de política monetaria de la Reserva Federal por cierto, muy anticipada por el mercado. La Fed decidió subir su tasa de referencia en 25 basis, llevándola al nivel de 5% e insinuando que a este nivel se pausaría el ciclo de tightening monetario. La Fed eliminó del Statement toda oración referida a más hikes a futuro lo cual se lee como la finalización del ciclo. El mercado esperaba una decisión de este tipo por lo que no ha sorprendido. El statement del FOMC utilizó un lenguaje muy similar a cómo la Fed culminó su ciclo de tightening en 2006. Por otra parte, en el statement publicado por la Fed y en la conferencia de prensa de Jerome Powell, se percibe una Fed que prefiere no estar ni “decididamente hawkish”, ni “decididamente dovish”, en “wait and see mode”.

Hay dos razones que motivan esta postura. Primero, los datos futuros para lo que resta de 2023 nos irán indicando la velocidad a la que opere la desinflación (dovish) y la velocidad a la que se desacelere la economía real de Estados Unidos (dovish). De esta forma y a pesar de la crisis bancaria sorpresivamente desatada en marzo 9, la Fed sigue siendo “data dependent” y en este frente sus futuras decisiones de política monetaria quedan condicionadas antes dos dinámicas macroeconómicas cuya resolución será lenta y se irá conociendo mensualmente con la publicación de los índices inflacionarios y de los indicadores que apuntan a la economía real.

De hecho, este viernes próximo se publican los datos mensuales de empleo compuestos principalmente por tres conceptos: 1) NFP (non farm payrolls), 2) tasa de desempleo, 3) inflación de salarios (AHE, average hourly earnings). Por lo que mayo comenzará a digerir su primer dato macroeconómico relevante todos ellos, apuntando a la evolución de la economía real.

Por otra parte, el mercado ya tiene un veredicto respecto a las bondades de la “earnings season Q1” la cual hasta el momento muestra que las compañías han superado a las estimaciones de los analistas en un 80% de las veces vs 73% de la temporada anterior. De esta forma, otra vez más, la “earnings season” arroja un resultado más que positivo implicando que no se observa una recesión inminente desde los balances de las principales compañías norteamericanas.

De esta forma, la semana se despide con una Fed un poco más tranquila en su lucha directa contra la inflación debido a que ahora tiene un aliado encubierto. La crisis bancaria comenzó a generar severas restricciones al crédito de los bancos hacia el sector privado. De esta forma, si bien el ciclo de tightening de la Fed se acerca a su fin, aparece otro driver que también operará en el sentido restrictivo. Esta vez, serán los bancos que al restringir el crédito generarán un tightening no articulado directamente por la Fed pero que surtirá resultados similares. El FOMC nos deja a una Fed relativamente silenciosa a espera del próximo tightening que será articulado por el sistema bancario vía restricción del crédito. La novela inflacionaria de Estados Unidos tiene todavía unos cuantos capítulos por develar.

En esta coyuntura tenemos a un mercado de equity norteamericano que hace semanas está atrapado en un rango de trading con excepción de las “big 5” que vienen liderando ampliamente el rally casi en absoluta soledad. Nuevamente, los índices no reflejan la realidad subyacente, una realidad que se caracteriza por la generalidad de las acciones con muy poco movimiento y no pudiendo acoplarse al rally de las tecnológicas grandes.

LOS DATOS MÁS RELEVANTES DE LA SEMANA:

Datos relevantes de la semana: el fantasma recesivo se hace sentir lentamente

1.ISM Manufacturing (Actividad): se mantiene la imagen de una debilidad del sector industrial (dovish)

Corriente 47.10. Esperado 46.80. Previo 46.30.

2.ISM Manufacturing (Empleo): sorpresivo rebote en empleo (hawkish)

Corriente 50.20. Previo 46.90.

3.ISM Manufacturing (Precios): sorpresivo salto en precios (hawkish)

Corriente 53.20. Esperado 49. Previo 49.20.

4. JOLTS Job Openings: pareciera acentuarse la debilidad en el mercado laboral (dovish)

Corriente 9.590MM. Esperado 9.736MM. Previo 9.931MM.

5.Decision de política monetaria de la Reserva Federal (dovish)

La tasa de referencia se incrementa en 25 basis llevándola al nivel de 5% y se insinúa pausa en el ciclo de tightening.

6.Jobless Claims: sin cambios relevantes (neutral)

Initial Claims: Corriente 242K vs Previo 230K. Estimado 240K.

Continuing Claims: Corriente 1805K vs Previo 1858K. Estimado 1865K.

MERCADOS

Tasas de interés

El mercado de tasas fue afectado plenamente por el FOMC que culminó siendo en evento con poco peso relativo. El tightening que se nos viene esta vez, no estará implementado directamente por la Fed sino por un sector bancario que en respuesta a la crisis desatada en marzo 2023 ejecutará fuertes restricciones al crédito. Al 27/4/23 la 2yr yield cotizaba en 4.06%, cerrando esta semana en 3.86%. Los datos de PCE inflation del 28/4 salieron en línea con los publicados respecto a CPI y PPI, describiendo a una economía que se desinflaciona lenta y consistentemente. En este contexto el mercado de bonos sigue fortaleciendo un patrón que venimos observando desde hace semanas: baja sistemática en volatilidades lo cual refleja a un mercado que quiere olvidarse del cisne negro bancario y lo convierte en un evento no dramático pero con consecuencias des-aceleratorias de caras al cierre de 2023. Desde los acontecimientos de marzo 9 2023 (debacle de SVB) tenemos a un mercado mucho menos hawkish y con mayor probabilidad de recesión lo cual debiera mantener la tendencia de un dólar débil. El “Debt Ceiling” podría poner presión de corto plazo a toda la curva de yields pero no parecería que dicho evento se convierta en un driver que pueda cambiar la dinámica de mediano plazo: “cercanía a la finalización del ciclo de tightening monetario de la Fed y mayor restricción al crédito por parte del sector financiero”. Respecto a la 30yr yield, al 27/4/23 la misma cotizaba en 3.76%, cerrando la semana en niveles de 3.74%. “Debt Ceiling” aparte, resulta altamente probable imaginar a una 30yr yield atrapada en el rango 3.50%/4.00% durante todo el 2023.

Monedas

La sorpresa de la semana fue la decisión de suba de tasa de referencia del Banco Central Australiano luego de haber pausado en abril. Al 27/4/23 el euro cotizaba en 1.1009, cerrando esta semana en 1.1038 mostrando poca reacción a lo anunciado en el FOMC e insinuando que todo lo anunciado por la Fed estaba plenamente priceado. Pareciera que el mercado va convergiendo a una noción de debilidad macroeconómica futura lo cual adormece a las yields en todo el espectro de duration. En esta coyuntura de tasas mucho más calmas por parte de la Fed el euro desde inicios de marzo, intenta armar un nuevo rango de trading con tendencia alcista lo cual refleja la noción generalizada de debilidad del dólar. Dinámicas similares muestran otras monedas del G10 tales como el dólar canadiense y australiano, este último catapultado por la sorpresiva decisión de BCA. Las monedas emergentes intentan hacer catch up sustentadas también en la noción de un dólar débil y esperando lo que debiera ser una aceleración de commodities debido a la reapertura de la economía china, aspecto que todavía no puede traccionar pero que podría convertirse en uno de los principales drivers del segundo semestre del 2023. La reapertura de la economía china genera dos efectos contrarios. Uno positivo, dado que neutralizaría la tendencia recesiva de Estados Unidos. Otro negativo, dado que recalentaría a la headline inflation vía suba generalizada en el precio de commodities.

Commodities

Al 27/4/23 el petróleo cotizaba en 74.79, cerrando esta semana en 68.32 y operando en cruel consonancia a una economía global que parecería estar en plena fase de desaceleración en especial por lo mostrado por el dato de JOLTS, un claro indicador de la demanda de trabajo. Todos los commodities relacionados al nivel de actividad global tales como los energéticos y metales básicos están dominados por la percepción de una economía norteamericana en fase de desaceleración. La reapertura de la economía china sigue sin poder traccionar y por lo tanto, sin poder neutralizar los efectos provenientes de la desaceleración norteamericana. Si bien la imagen resulta constructiva para el grupo commodities de caras al segundo semestre de 2023 y primero de 2024, el trade “long commodities” se viene haciendo esperar desde enero de este año cuando China anunció la reapertura de su economía. Con una dinámica totalmente diferente, el oro cierra la semana con un retorno de +2.64% y la plata con +2.52%. En coyunturas desinflacionantes y con cercanía recesiva, los metales preciosos suelen performear muy bien tal como viene siendo el caso del oro y la plata en este 2023 y dicha visión no parecería cambiar en el futuro cercano.

Acciones Norteamericanas

Al 27/4/23 el QQQ operaba en 317.20, cerrando la semana en niveles de 316.35. Las “big 5” en estos últimos días han estado operando de manera totalmente independiente para un mercado que muestra un muy bajo breadth lo cual indica que la generalidad del mercado no se acopló al rally de las “big 5”. El problema bancario persiste para los Estados Unidos, no parecería querer convertirse nuevamente en un cisne negro potencial pero toda noticia negativa proveniente de pequeños bancos en problemas le da razón a los bears a incrementar las probabilidades de recesión y shortear en consecuencia. Hacia el mediano plazo y ausente una mega-recesión y el resurgimiento del cisne negro bancario, parecería que la cercanía de la finalización del ciclo de tightening pone un piso razonable a acciones globales en especial, las tecnológicas, las cuales se llevan muy bien con una tasa de 30 dormida debajo del 4%. Mercado en rangos.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prouurban (1414) C.A.B.A.
Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

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.