

9 de mayo de 2023

Weekly Global Outlook

Se profundiza la diferencia de escenarios entre el mercado y la Reserva Federal

De los eventos económicos más relevantes de los últimos días, se destacan la reunión del FOMC y la publicación del reporte laboral de abril. Con respecto a la reunión del FOMC, tal como descontaba el mercado con una probabilidad del 85%, el comité elevó su tasa de política monetaria en 25pbs. El dato más destacado fue el cambio de redacción del "press release". **Durante el Q&A se le preguntó a Powell si dicho cambio podría interpretarse como que la pausa en la suba de tasas arrancaría en junio, a lo que contestó que no. En la medida que la nueva información lo torne necesario, se podría volver a subir la tasa.** No obstante, el mercado interpreta que es un escenario poco probable. El comentario sobre el reporte laboral y el calendario económico se desarrolla en el cuerpo del reporte.

En el actual contexto, no parece un gran debate si el FOMC llegó o no al final del ciclo de subas. **El tema más preocupante que podría estar generando un riesgo potencial en los portafolios es que la FED por el momento no se imagina bajando las tasas este año, mientras que el mercado le asigna una alta probabilidad.**

El otro riesgo que amenaza a la economía de EE.UU. y a los mercados es el "debt ceiling". Al ser consultado por el tema, Powell dijo que sería un evento sin precedentes que la FED no podría neutralizar sus efectos sobre la economía y el sistema financiero. Por el momento, nos imaginamos como el peor escenario aquel en el cual EE.UU. tenga que cerrar temporalmente parte de la administración, evento que ya ocurrió y que provocó una reducción en la calificación de su deuda. Nos cuesta imaginar el escenario en el cual se llegue al "default"

Con respecto al mercado de acciones, mantenemos la lectura constructiva de un canal alcista de mediano plazo. No obstante, la zona de 4.100/4.200 se ha instalado claramente como un techo temporal y seguimos asignando cierta probabilidad de un "pull back" durante mayo. **La temporada de resultados del primer trimestre de 2023 deja un escenario mejor al esperado.** Con 419 de las 500 compañías que componen el S&P500, se ha reducido la estimación de caída en las ganancias del 4,8% al 0,7%, con un porcentaje de sorpresa positiva que supera al promedio histórico y al de los últimos cuatro trimestres.

ECONOMÍA

El FOMC decidió subir su tasa de política monetaria en 25pbs, llevándola al rango de 5,00/5,25%, de acuerdo a lo descontado por el mercado con un 85% de probabilidad.

Uno de los aspectos más comentados del “press release” es que el FOMC modificó la frase que estaba en el comunicado de la reunión anterior, la cual anticipaba una nueva suba: “The Committee anticipates that some additional policy firming may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time”, por otra frase en la que condiciona el futuro de la tasa según la información que se vaya generando: “In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account...”

Ante el cambio de tono en el “press release”, **Jeanna Smialek del New York Times, arrancó el Q&A preguntando “si se podía pensar que el FOMC entraría en pausa en los aumentos de tasas a partir de junio”, a lo que Powell aclaró en forma contundente “que no se tomó una decisión de pausa para junio”. Si bien reconoció el cambio de redacción, explicó que se mantiene la posibilidad de un nuevo aumento de acuerdo a la información futura.**

Previo al Q&A, Powell sintetizó un interesante estado de situación:

Sistema bancario:

Se encuentra sólido y se está aprendiendo de lo sucedido, por lo que se están desarrollando nuevas reglas y prácticas de supervisión.

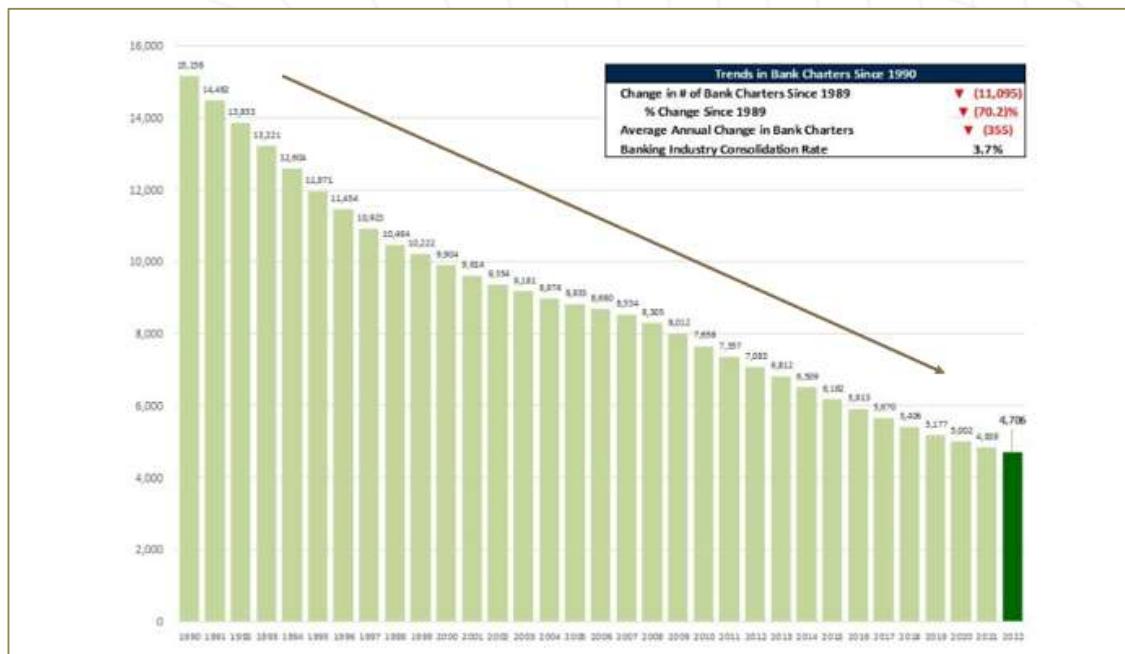
Entre varias preguntas que se relacionaron con este tema, podemos destacar que Steve Liesman de CNBC cuestionó a Powell acerca de si en la reunión de febrero se habían detectado problemas en el Silicon Valley Bank y otros bancos, si la FED no subestimó el nivel de alarma. Powell reconoció que el 14 de febrero no se había hablado sobre el riesgo de una corrida, pero que eso no significó que la FED considerara la situación del SVB como poco alarmante, motivo por el cual las autoridades se encontraban en tareas de supervisión.

Victoria Guida de Político consultó su opinión sobre si una mayor consolidación en el sector bancario aumentaría o disminuiría la estabilidad financiera y si le preocupa que el banco más grande de los EE. UU. crezca más aún. Con respecto al primer punto, Powell aclaró que la FED no tiene una agenda para consolidar al sistema y que en realidad la concentración es una tendencia que se viene dando desde hace muchos años. Comentó que hace más de 30 años había 14.000 bancos en EE.UU. y que ahora hay 4.000 (ver figura nº1). Por otra parte, los grandes bancos cumplen un rol importante dentro del sistema, pero los bancos comunitarios sirven muy bien a clientes particulares y los bancos regionales sirven a propósitos muy relevantes.

Por lo tanto, es saludable tener una gama de diferentes tipos de bancos haciendo cosas diferentes.

En lo que se refiere a la operación entre el JP Morgan y el First Republic Bank, es la FDIC quien tiene que dirigir el proceso. Además, por ley está obligada a aceptar el menor "bid".

Figura nº1: Consolidación del Sistema Bancario de EE.UU. (cantidad de bancos)



Fuente: en base a Banking Strategist y el FDIC

Scott Horsley de National Public Radio señaló que el informe presentado recientemente por Michael Barr (vicepresidente de la FED y máxima autoridad en la supervisión de bancos) señaló que en su opinión la caída del SVB se debió a un cambio regulatorio introducido en 2019. Powell comentó que él no había participado en la redacción de dicho informe, pero que lo había leído y que es justamente Barr quien tiene que tomar las iniciativas para mejorar los marcos regulatorios.

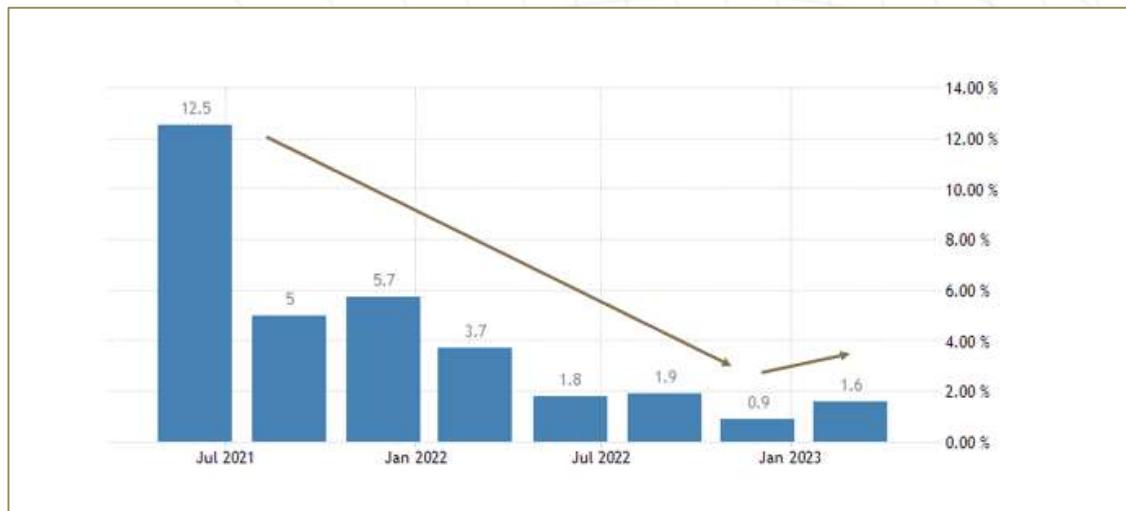
Nivel de actividad

La economía se desaceleró significativamente el año pasado y en el comienzo de 2023 repuntó sobre la base del gasto privado, pero a un ritmo modesto (ver figura nº2). El aumento de las tasas ha comenzado a impactar en los sectores que son más sensibles a ellas, la vivienda y la inversión bruta fija de las empresas.

Para lograr el objetivo de inflación, será necesario que el crecimiento económico se mantenga por debajo de su potencial.

Jeanna Smialek del New York Times le consultó a Powell si el “staff” de la FED sigue pensando lo que se comentó en la minuta de la reunión de marzo y de ser así que tipo de recesión. Powell respondió que el “staff” proyecta una “mild recession”, pero que dicha visión es independiente de los pronósticos de los participantes del FOMC.

Figura nº2: PBI (variación A/A%)



Fuente: en base a Trading Economic

Matthew Boesler de Bloomberg News retomó el tema diciendo que muchos analistas señalaron en el momento de la reunión del FOMC de marzo que al menos la mitad de los funcionarios del FOMC también se inclinaban en proyectar una recesión. Por lo tanto, le consultó a Powell en que basa su optimismo de evitar la recesión. Powell contestó en primer lugar que no cree que se pueda deducir exactamente qué pronosticó cada participante sobre el nivel de actividad y señaló que, si bien mantiene una postura optimista, no descarta la posibilidad de una recesión leve.

Mercado laboral:

Sigue estando muy robusto, la demanda laboral aún excede sustancialmente la oferta de trabajadores disponibles. Para lograr el objetivo de inflación será necesario un debilitamiento de las condiciones del mercado laboral.

Inflación:

Se mantiene muy por encima del objetivo de largo plazo, y para que se lo logre alcanzar se deberá recorrer un largo camino. No obstante, las expectativas de largo plazo parecen estar bien ancladas.

Edward Lawrence de Fox Business le preguntó a Powell que si se cumple el pronóstico que la inflación baje a un nivel cercano al 3% hacia fines de años, estaría bien dejar que la misma se mantenga en dicho nivel por un tiempo. Esta pregunta se relaciona con las especulaciones de algunos analistas que insinúan que la FED estaría dispuesta a flexibilizar su objetivo del 2%. **Powell fue categórico, "siempre vamos a tener el 2 % como nuestro objetivo, y siempre nos vamos a centrar en llegar allí".** "No estamos buscando llegar a 3% y luego soltar nuestras herramientas. Tenemos la meta de llegar al 2%."

Restricciones crediticias:

Con el aumento de 25 pbs, el FOMC acumuló un aumento de 5 puntos en el actual ciclo de endurecimiento monetario, pero además ha comenzado un proceso de restricciones de crédito bancario, que lo ha encarecido y resulta más complejo obtenerlo. A su vez, las tensiones bancarias que comenzaron en marzo, retroalimentaron el fenómeno mencionado.

Colby Smith del Financial Times le remarcó a Powell que, durante la marcha de la reunión, había mencionado que el endurecimiento de las condiciones crediticias debido a la reciente tensión bancaria podría ser igual a uno o más aumentos de la tasa. Por lo tanto, le preguntó si había una estimación al respecto. Powell le respondió que es bastante imposible poder tener una estimación precisa, pero que, en principio, esa es la idea. De no haberse incrementado las tensiones bancarias, el objetivo de tasa hubiera sido más alto.

Howard Schneider de Reuters le consultó si podía dar una idea de que estaría indicando la encuesta SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices) de abril, dado que la de enero ya indicaba un valor superior al 40%. Powell respondió que la SLOOS de abril será publicada de acuerdo al cronograma, pero podía comentar que esperan un resultado consistente con otras fuentes como el Beige Book y las presentaciones de bancos que indican que los préstamos han seguido creciendo, pero el ritmo se ha desacelerado desde la segunda mitad del año pasado.

Debt Ceiling

Durante el Q&A surgieron algunas preguntas relacionadas con este tema.

Rachel Siegel del Washington Post consultó sobre el “Debt Ceiling”, en cuanto a si veía algún efecto económico incluso de acercarse a un incumplimiento? ¿Y qué tipo de situación sería? Powell respondió que no le gustaría especular sobre el tema, pero dijo que “son asuntos de política fiscal, y que son para el Congreso”. Desde el punto de vista de la FED solo diría que es fundamental que el techo de la deuda se eleve en una manera oportuna para que el gobierno de los EE. UU. pueda pagar todas sus facturas a su vencimiento. Un fracaso para hacer eso no tendría precedentes. Estaríamos en un territorio desconocido, y las consecuencias para la economía sería muy incierta y podría ser bastante adversa. El otro punto a señalar es que nadie debe suponer que la Reserva Federal puede proteger a la economía de los efectos potenciales a corto y largo plazo de la falta de pagar nuestras cuentas a tiempo.

Cuando Sarah Ewall Wice de CBS News volvió a preguntar sobre el tema, Powell volvió a remarcar que nadie debería asumir que la Reserva Federal puede proteger a la economía y al sistema financiero y nuestra reputación a nivel mundial del daño que tal evento podría infligir.

Con respecto al reporte laboral, podríamos considerarlo como duro para el mercado, dado que los “Nonfarm Payrolls” alcanzaron una cifra de 253.000 versus un consenso de 178.000. Se podría decir que algo compensa que el dato anterior fue revisado fuerte a la baja de 236.000 a 165.000. Si al dato actual se lo revisara en la misma proporción, de 253.000 bajaría a 177.000 que es muy parecido al dato esperado. Por lo tanto, será necesario esperar al próximo reporte para ver si lo revisan y en cuanto.

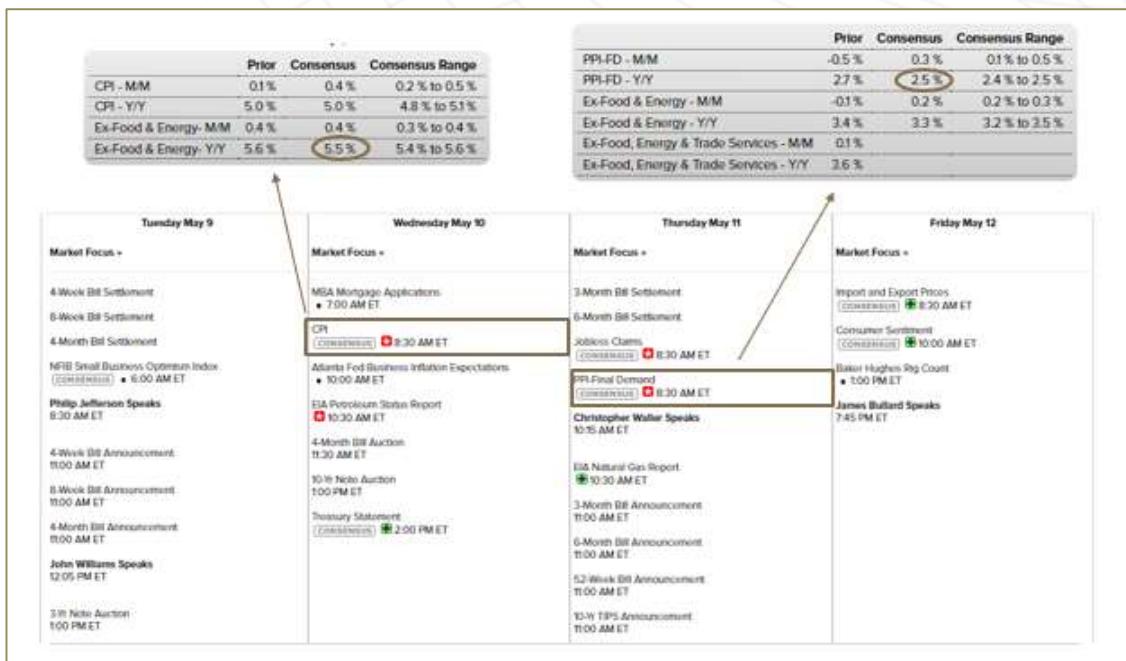
La Tasa de Desempleo publicada fue 3,4% versus un consenso de 3,6% y el dato previo de 3,5%. Por lo tanto, como viene planteando Powell el mercado laboral se encuentra muy “tight”, con un exceso de demanda de trabajadores con respecto a los trabajadores disponibles.

Haciendo foco en “Private Payrolls”, el dato publicado fue 230.000 vs. 153.000 esperados y específicamente en el sector manufacturero de 11.000 vs. una expectativa de 0. Este dato confirma lo que venimos conversando que hay resiliencia en dicho sector y que se está recuperando. La Tasa de Actividad o “Participation Rate” no subió, se mantuvo en 62,6% y el denominado costo laboral “Average Hourly Earnings”, tanto M/M como Y/Y quedaron por arriba de lo esperado.

Con respecto al calendario económico, para esta semana destacamos dos indicadores relacionados con la inflación, **el IPC el miércoles y los precios al productor el jueves.** **En la figura nº4 se puede apreciar las expectativas de acuerdo a Econoday.** Paralelamente, durante la semana tienen agendadas presentaciones miembros de la Reserva Federal: Philip Jefferson y Christopher Waller, ambos miembros del directorio, John Williams presidente de la Reserva Federal de Nueva York y vicepresidente del FOMC, así como también James Bullard presidente de la Reserva Federal de St. Louis.

Figura nº3: Reporte Laboral

Fuente: en base a Econoday & Trading Economic

Figura nº4: Calendario Económico

Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

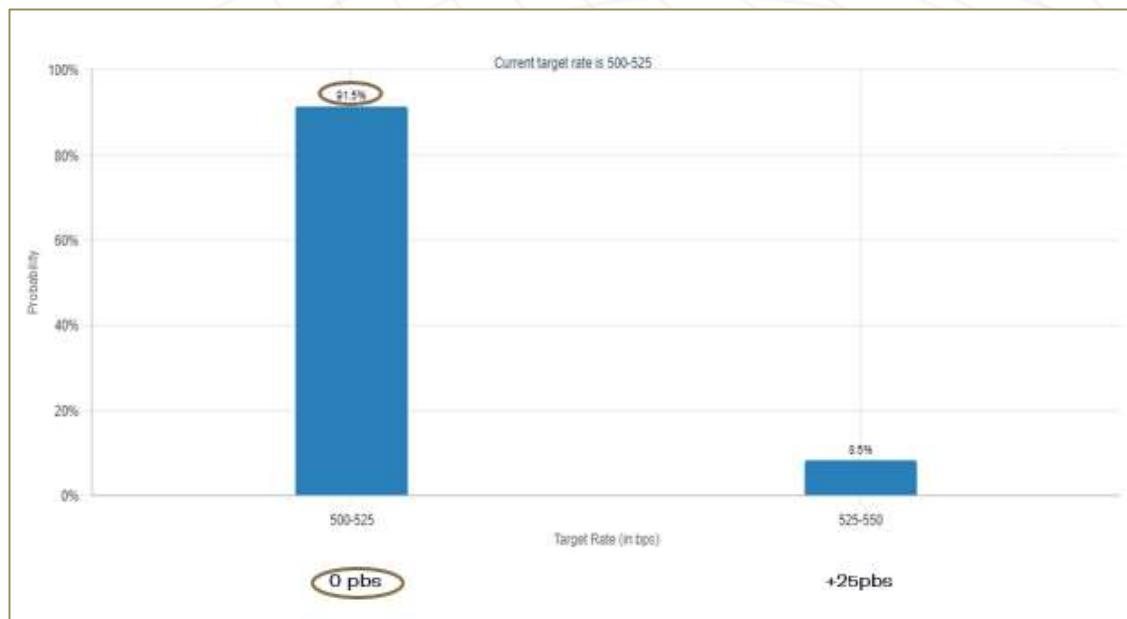
Durante el Q&A con Jerome Powell varios periodistas hicieron preguntas relacionadas con la decisión de subir la tasa y sobre las expectativas. **Mega Casella de Barron's preguntó si no se había debatido de hacer la pausa en la reunión de mayo, a lo que Powell respondió que el apoyo al aumento de la tasa en 25 pbs fue muy fuerte en todo el tablero.**

En un sentido parecido, Nick Timiraos de Wall Street Journal preguntó que, si la FED había debatido hacia finales del año pasado la necesidad de frenar el ritmo de aumentos para estudiar los efectos de esos movimientos, sumado a las quiebras bancarias de marzo, y la proyección del "staff" de la FED de una potencial "mild recession", si era necesario haber subido la tasa en la reunión de mayo.

Powell respondió que tenemos que equilibrar los riesgos de no hacer lo suficiente y no tener la inflación bajo control contra el riesgo de que tal vez también se desacelere mucho la actividad económica. Por lo que pensamos que este aumento de tasas, junto con el cambio significativo en nuestra política de declaración, era la forma correcta de equilibrar eso.

Howard Schneider de Reuters consultó a Powell si consideraba que el nivel alcanzado de 5,00/5,25% era lo suficientemente restrictiva, a lo que Powell respondió que será un proceso de evaluación continua, si bien es consistente con la proyección presentada en la reunión de marzo, no sabemos si será modificado en la reunión de junio, en la cual corresponde la revisión trimestral de las proyecciones.

Figura nº5: Expectativas Reunión del FOMC – 14 de junio (en pbs.)



Fuente: en base al CME Fed Watch Tool

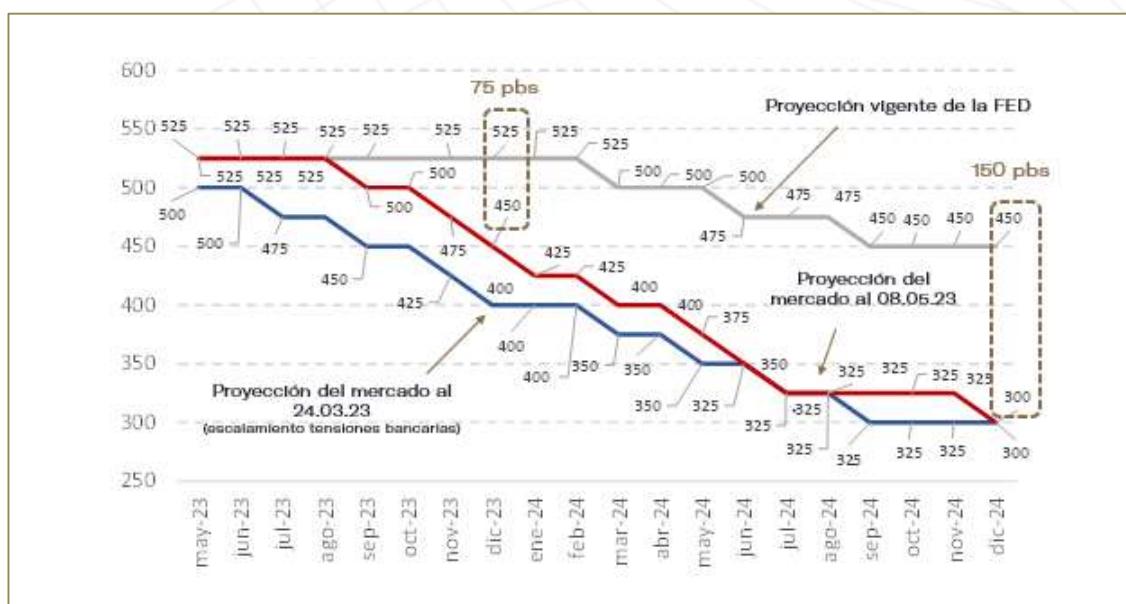
Como se puede apreciar en la figura nº5, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME el mercado estima con una probabilidad de más del 90% que la tasa de política monetaria ha llegado a su máximo en el actual ciclo de suba y que en la reunión del 14 de junio quedará sin modificaciones.

De una forma inicialmente medio confusa, Michael McKee de Bloomberg Radio y Televisión, le consultó a Powell si están observando que el mercado está descontando recortes de tasas antes de fines de año.

Powell respondió que en el Comité tienen la opinión de que la inflación bajará pero que tomará tiempo. De ser así, no sería apropiado reducir las tasas, y no las reduciremos.

Si la inflación bajara más rápido, sería probable que se recorten las tasas antes de tiempo, pero no es el pronóstico del FOMC. Powell volvió a señalar lo que ya ha explicado previamente, en el sentido que los precios de los bienes se han desacelerado, pero que los servicios relacionados con la vivienda han seguido creciendo y que, al excluir del total de servicios a los relacionados con la vivienda, se observa que los mismos están estables. Consideramos que demanda deberá debilitarse, así como también las condiciones del mercado laboral, para que los precios de los servicios se desaceleren.

Figura nº6: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)



Fuente: en base al CME Fed Watch Tool y el FOMC de la Reserva Federal

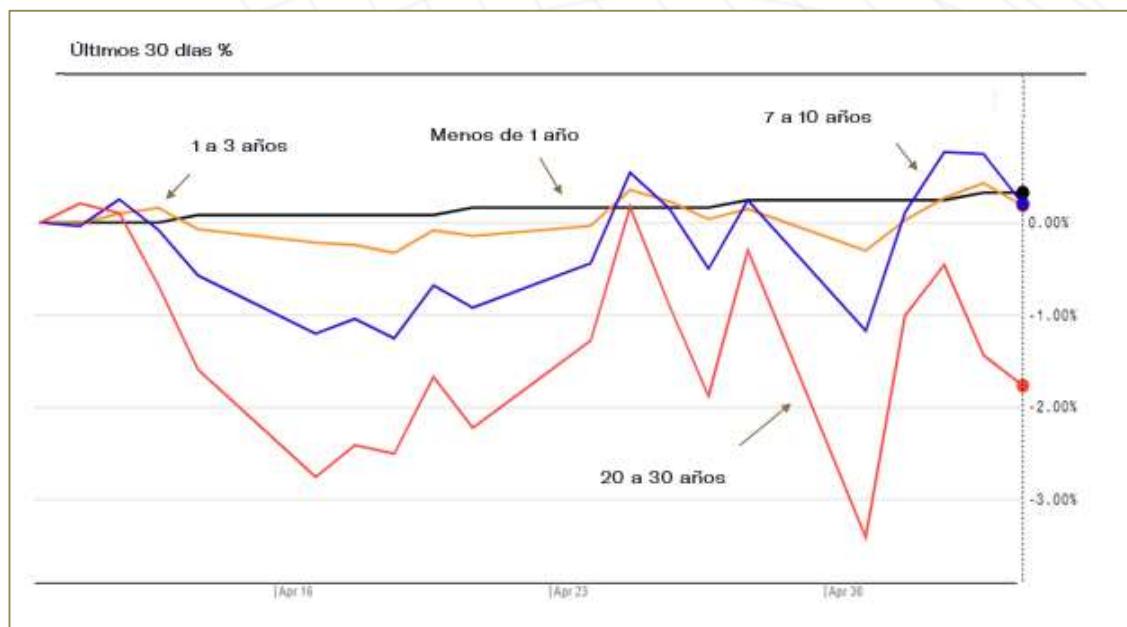
Como se puede apreciar en la figura nº6, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME, el mercado espera un sendero de bajas de tasas, que de acuerdo a la respuesta de Powell a la pregunta de Michael McKee de Bloomberg Radio y Televisión, no coincide con lo que piensa el FOMC. **Por lo tanto, seguimos considerando que esta diferencia entre la percepción del mercado y la FED constituyen un riesgo potencial para los portafolios.**

RENTA FIJA

De acuerdo a lo que venimos planteando desde comienzos de año, por el momento no es conveniente aumentar la “duration” en los portafolios de deuda.

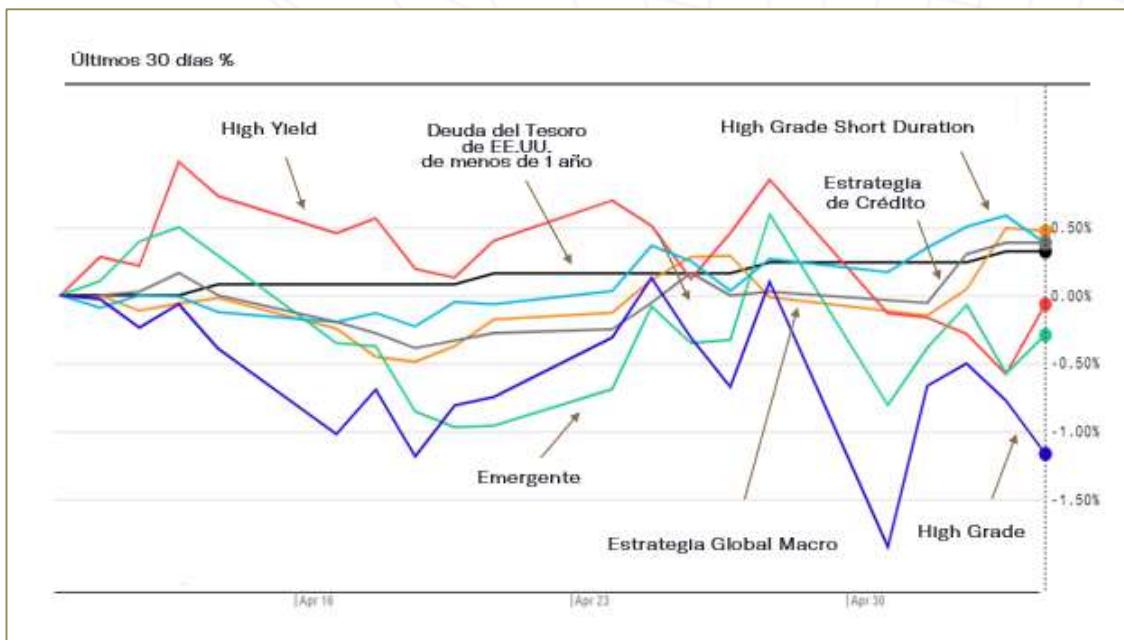
En el transcurso de los últimos 30 días, como se puede observar en la figura nº7, a igual riesgo crediticio (Tesoro de EE.UU.), la “duration” no agregó valor, sino que sólo volatilidad. Incluso de 20 a 30 años el resultado ha sido negativo.

Figura nº7: Renta Fija – Diversas “Durations” de Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Bloomberg

Con respecto a los diversos riesgos crediticios y estrategias, si consideramos la performance de los últimos 30 días (figura nº8), sólo agregaron valor al portafolio, las alternativas que venimos recomendando: “estrategia global macro”, “high grade short duration” y “crédito high grade short duration”.

Figura nº8: Renta Fija – Distintos Riesgos y Estrategias

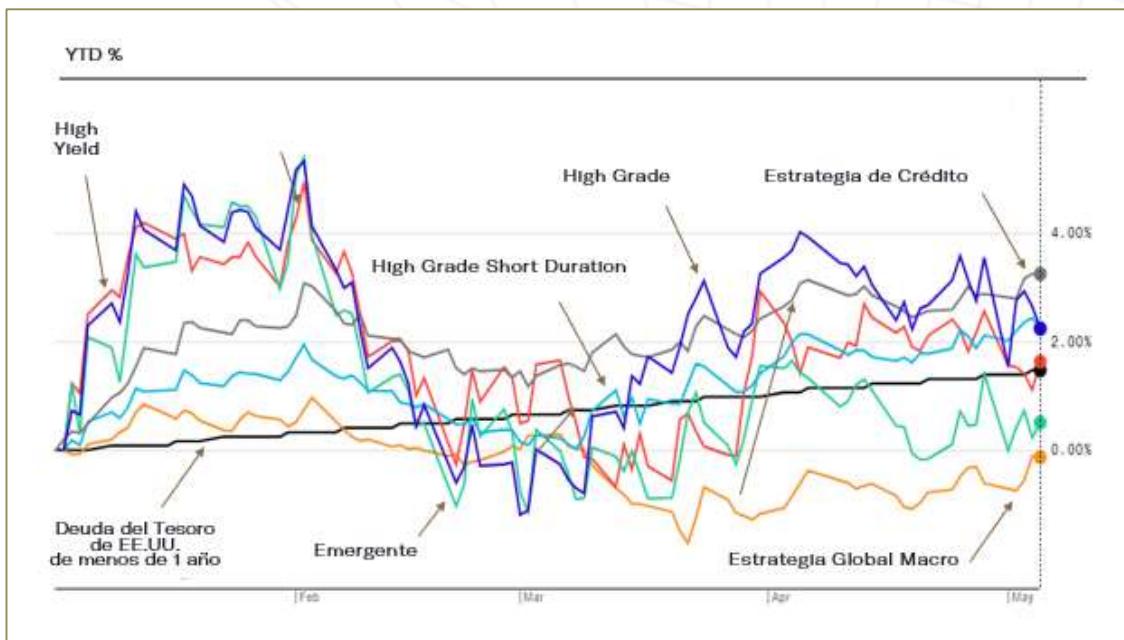
Fuente: en base a Bloomberg

No obstante, cuando ampliamos la mirada al acumulado del año (figura nº9), podemos apreciar que la estrategia global macro no viene teniendo el rendimiento exitoso que registró durante 2022.

Nuestra lectura es que, así como los TIPS agregaron valor durante 2021, la deuda flotante durante los primeros trimestres de 2022 y la estrategia global macro durante buena parte de 2022, el contexto de 2023 por el momento sigue siendo favorable para la deuda “high grade short duration” y las estrategias de crédito que priorizan calidad crediticia y son muy cuidadosas con la “duration”, de forma tal de no extenderse más allá de 3 años.

Obviamente, para los portafolios con perfiles conservadores y balanceados, las letras del Tesoro de EE.UU. a menos de un año siguen siendo una alternativa de inversión muy conveniente. No obstante, entendemos que la temática del “debt ceiling” podría generar alguna corrección en los precios de las letras y poder comprarlas a un mejor descuento. Por lo tanto, en el caso de contar con “cash” quizás es conveniente demorar unos días el posicionamiento en estos instrumentos.

Para quienes no quieran estar pendiente de los vencimientos y renovación de las mismas, los fondos que invierten en ellas, son otra alternativa para tener en cuenta.

Figura nº9: Renta Fija – Distintos Riesgos y Estrategias

Fuente: en base a Bloomberg

S&P500

Durante las últimas semanas la situación no se ha modificado significativamente. Si bien recientemente se destaca una lateralización, seguimos manteniendo una lectura técnica constructiva, en el sentido que el S&P500 se encuentra describiendo un canal alcista de mediano plazo, como se puede observar en figura nº10.

No obstante, seguimos destacando que es más que evidente que la zona de 4.100/4.200 se ha constituido como un techo temporal, que se ha impuesto en forma lapidaria tanto el 2 de febrero, como el primero de mayo de este año, sin que el índice pueda superarlo.

Paralelamente, seguimos también señalando que como se puede observar en la parte inferior de la mencionada figura, la señal de venta en el MACD se mantiene vigente, así como también la divergencia bajista en el RSI.

Por lo tanto, **seguimos advirtiendo que no descartamos que se pueda producir durante mayo un movimiento de “pull back” en el mercado de acciones, sin que esto signifique una modificación de la lectura constructiva de mediano plazo. Justamente un “pull back” es una corrección temporal que genera una oportunidad de posicionamiento.**

Figura nº10: S&P500 – Lectura técnica

Fuente: en base a Investing

Con 419 compañías de las 500 que constituyen el S&P500, es decir el 83,8% como se puede apreciar en la figura nº11, **la temporada de resultados del primer trimestre del 2023, está terminado mejor a lo esperado, con un nivel de sorpresa positiva del 77,1%** de acuerdo a Refinitiv. Para darle magnitud a lo constructivo del resultado, el 77,1% se lo puede comparar con 66,3% histórico y con el 73,5% que resulta del promedio de los últimos cuatro trimestres.

Esta mejora en los resultados, modifica significativamente la estimación de la caída de ganancias del 4,8% que se puede observar en la figura nº12, pasando ahora a una estimación de una leve reducción del 0,7%.

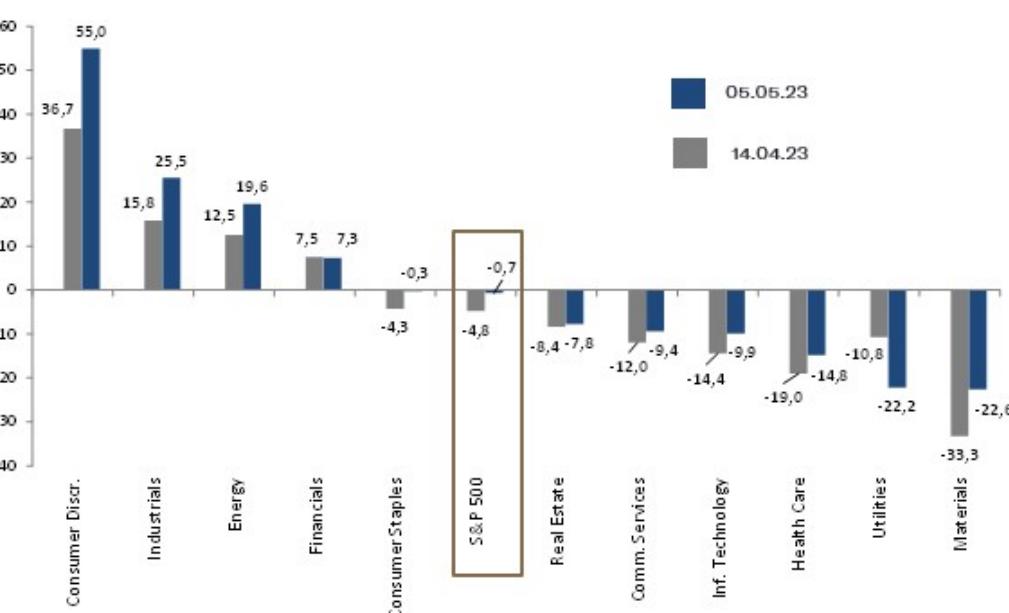
Salvo en el caso de “financials” en todos los sectores para los que se esperaba crecimiento en las ganancias, las mismas fueron superadas. Así los casos de “consumer discretionary”, “industrials” y “energy”. Para los sectores que se esperaban caídas, salvo el caso de “utilities”, las mismas fueron menores. Así los casos de “consumer staples”, “real estate”, “communication services”, “information technology”, “health care” y “materials”.

A priori, para la temporada de resultados del segundo trimestre de 2023, se estima una caída del 4,7%. Esperemos que en el transcurso de las próximas semanas dicha proyección sea mejorada para darle más probabilidad a la lectura técnica del canal alcista de mediano plazo.

Figura nº11: S&P500 – Ganancias vs. Expectativas por Sector

Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	56	41	73,2	73,2	7,3	19,5
Consumer Staples	33	26	78,8	88,5	3,8	7,7
Energy	23	21	91,3	85,7	0,0	14,3
Financials	67	68	101,5	64,7	2,9	32,4
Health Care	64	53	82,8	83,0	5,7	11,3
Industrials	70	70	100,0	84,3	2,9	12,8
Materials	29	26	89,7	84,6	0,0	15,4
Real Estate	30	28	93,3	57,1	17,9	25,0
Information Technology	76	45	59,2	91,1	2,2	6,7
Communication Services	22	14	63,6	71,4	7,1	21,5
Utilities	30	27	90,0	59,3	3,7	37,0
S&P500	500	419	83,8	77,1	4,5	18,4

Fuente: en base a Refinitiv

Figura nº12: S&P500 – 1Q23 Variación de las Ganancias según Sector

Fuente: en base a Refinitiv

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.