

26 de marzo de 2024

Weekly Global Outlook

FOMC sin sorpresas, ahora a la espera el PCE

La noticia más esperada por el mercado era la reunión del FOMC. Powell dijo una vez más que, la inflación ha disminuido sustancialmente, pero que sigue siendo alta. Con respecto a las proyecciones de diciembre, **sobresalió que elevaron significativamente la proyección de crecimiento del PBI para 2024 de 1,4% a 2,1%. Se refuerza la visión de un “soft landing”.** En materia de inflación, más específicamente sobre la definición “core” del PCE, el FOMC elevó su proyección de 2,4% a 2,6% para 2024.

En lo que respecta al **calendario económico**, la atención del mercado se centrará en la publicación del **índice de precios del PCE**, el cual se dará a conocer el viernes.

Como era esperado por el mercado, **el FOMC mantuvo su tasa de política monetaria en el rango de 525/550 pbs.** Paralelamente decidió continuar con la reducción del total de activos. **El mercado festejó que el FOMC mantuviese la proyección de tres recortes durante 2024.** La señal ligeramente “hawkish” es que redujo a 3 recortes para 2025, pero dijo que es inminente una desaceleración en el ritmo de reducción de los activos.

El Tesoro de EE.UU. colocó un bono a 20 años, pagó el mismo cupón que la emisión de igual plazo de febrero. Logró una tasa de corte inferior y obtuvo un buen “bid to cover”. El resultado de la licitación fue compatible con una tasa a 10 años que volvió a respetar la resistencia de 4,35%, pero que no regresó al 4,0%. Seguimos considerando que en el corto plazo **es más conveniente devengar buenos cupones que esperar una apreciación de capital.**

El mercado de acciones siguió su tendencia alcista. Dado que el principal riesgo que presentaba la reunión del FOMC era que el comité sorprendiera negativamente reduciendo la cantidad de recortes este año, al no generarse dicho evento, el mercado registró un nuevo máximo. De acuerdo a FactSet, el S&P 500 tiene aún un crecimiento potencial del 7,0%. Lamentablemente estamos transitando un contexto con mucha volatilidad en las proyecciones de ganancias. Por lo tanto, **mantenemos nuestra posición de seguir acompañando a la tendencia alcista, pero con posicionamiento moderado.**

ECONOMÍA

La noticia más esperada por el mercado era la reunión del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) de la Reserva Federal. En su conferencia, una vez más, Powell dijo que, la inflación ha disminuido sustancialmente, mientras que el mercado laboral se ha mantenido fuerte, lo cual es una muy buena noticia. Sin embargo, la inflación sigue siendo demasiado alta y que no está asegurado el progreso para reducirla y que el camino es incierto.

En este apartado nos vamos a referir a la actualización trimestral del SEP (Resumen de Proyecciones Económicas), mientras que, de las decisiones sobre la política monetaria nos vamos a focalizar en el apartado de “Expectativas de Tasas de Interés”.

Figura nº1: SEP (Resumen de Proyecciones Económicas)

Variable	Median			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ^a	2.6	2.2	2.0	
December projection	2.4	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5

Fuente: en base al Reserva Federal

En el comparativo con respecto a las proyecciones presentadas en diciembre, en la figura nº1 puede observarse que **la Reserva Federal ha elevado significativamente la proyección de crecimiento del PBI para 2024 de 1,4% a 2,1%. De esta forma, se refuerza su visión de un “soft landing”** en lugar de una “mild recession”. Aunque de una forma menos significativa, también elevó las proyecciones de crecimiento del PBI para 2025 y 2026. Durante su exposición, Powell dijo que 2023 cerró con un cuarto trimestre creciendo al 3,2% impulsado por una fuerte demanda de los consumidores y por una mejora en las condiciones de la oferta.

En lo que respecta al mercado laboral, no hay cambios de relevancia, manteniendo el concepto que el FOMC podría llegar a hacer converger a la inflación a su objetivo de largo plazo, sin provocar un marcado deterioro en las condiciones del mercado laboral.

En materia de inflación y remarcando que el FOMC utiliza a la inflación del PCE y no el IPC, no hay cambios que merezcan comentarios en el nivel general. **Más específicamente sobre la definición “core” del PCE, el FOMC elevó su proyección de 2,4% a 2,6%**. No obstante, mantuvo las proyecciones para 2025 y 2026.

Cambiando de tema, si bien no acostumbramos en este reporte a involucrarnos en la situación del sector vivienda, en esta oportunidad nos pareció pertinente hacer un comentario sobre el mismo, por dos razones: 1) porque la semana pasada se concentró la publicación de buena parte de los indicadores más relevantes, 2) porque en un contexto donde hace algunas semanas los indicadores relacionados con el nivel de actividad han publicado valores por debajo de las expectativas, no ocurrió lo mismo con los indicadores que vamos a detallar.

En figura nº2 puede apreciarse que tanto los inicios de construcción como los permisos han superado a las expectativas y mantienen la tendencia de recuperación que se inició a comienzos de 2023. No obstante, Powell comentó que la actividad del sector vivienda fue moderada durante el año, debido en gran medida a las altas tasas de interés.

Figura nº2: Inicios y Permisos de Construcción



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

En la figura nº3 destacamos que las ventas de viviendas existentes, no sólo superaron al consenso de expectativas, sino que confirman la recuperación del sector.

Figura nº3: Ventas de casas existentes

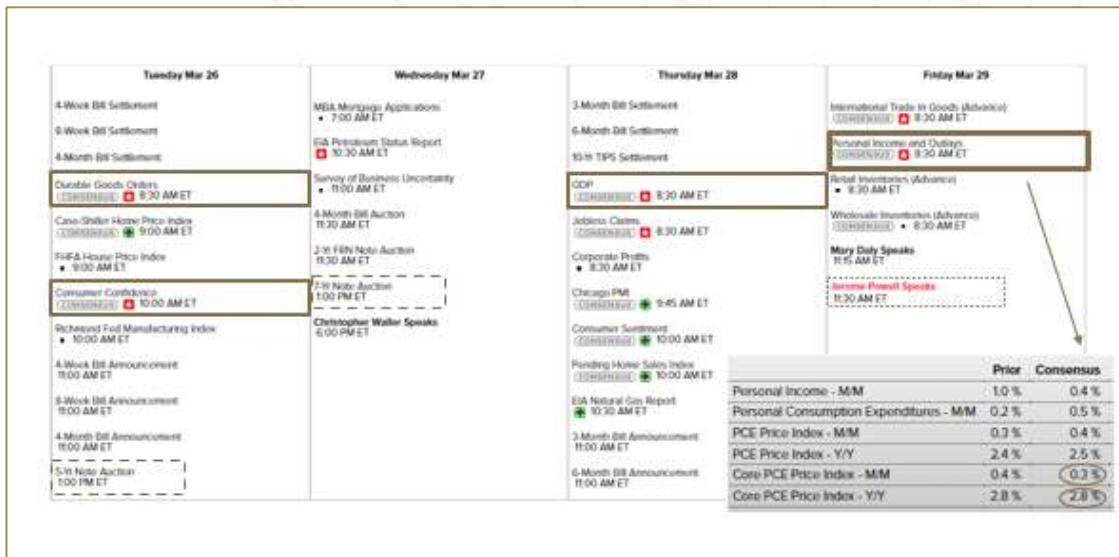


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

En lo que respecta al **calendario económico**, el cual compartimos en la figura nº4, **la atención del mercado se centrará en la publicación del índice de precios del PCE**, el cual se dará a conocer el viernes. De acuerdo al consenso de estimaciones relevado por Econoday, se espera un incremento interanual de la definición "core" de 2,8% repitiendo la lectura previa. Para el caso de la variación mensual de dicha variable se espera un incremento del 0,3% representando una desaceleración con respecto a la lectura previa.

Otros indicadores económicos esperados son: ordenes de bienes durables (martes), confianza del consumidor (también martes), y una nueva estimación del PBI (jueves).

El Tesoro estará colocando deuda a 2, 5 y 7 años. En el cierre de la semana, Jerome Powell tiene agendada una presentación.

Figura nº4: Calendario Económico

Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Como era esperado por el mercado, **el FOMC mantuvo su tasa de política monetaria en el rango de 525/550 pbs. Paralelamente decidió continuar con la reducción del total de activos de la Reserva Federal.** Powell volvió a decir que los integrantes del FOMC creen que es probable que la tasa se encuentre en su punto máximo del actual ciclo de endurecimiento y que si la economía evoluciona como se espera, probablemente sea apropiado comenzar a moderar la política restrictiva, en algún momento de este año. No obstante, volvió a advertir que las perspectivas económicas son inciertas y que están atentos a mantener el rango objetivo por más tiempo, si corresponde. Una vez más, volvió a introducir el concepto que los miembros del FOMC necesitan tener la confianza suficiente para avanzar en el proceso de reducción de la tasa de política monetaria.

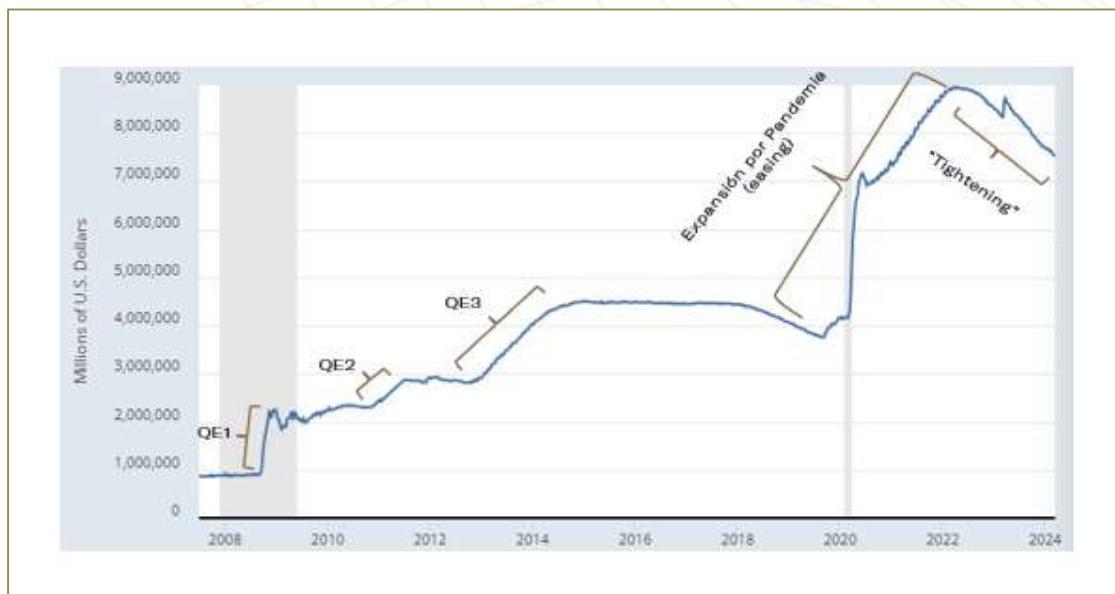
Como puede observarse en la figura nº1, a través del SEP **el FOMC ha mantenido su proyección de la tasa de política monetaria para este año, lo cual implicaría tres recortes de 25bps.** No obstante, Powell aclaró que estas proyecciones no deben interpretarse como una decisión o un plan del Comité. Se trata de la mediana de las consideraciones individuales de cada uno de los integrantes.

Dado que las últimas mediciones de inflación, tanto del IPC “core” como del PCE “core”, habían dejado señales preocupantes, **el mercado consideraba que la actualización del SEP podía llegar a reducir a sólo dos recortes, la proyección de la tasa para este año.** Por lo tanto, el hecho que el SEP haya ratificado para 2024 la misma proyección presentada en diciembre, significó una **buena noticia**, que el mercado festejó.

La señal ligeramente “hawkish” que dejó la reunión del FOMC ha sido la reducción de cuatro a tres recortes para 2025. En la figura nº1 puede observarse que la proyección del centro del rango de la tasa se modificó de 3,6% a 3,9%.

No obstante, el FOMC también dejó una señal “dovish” cuando Powell habló sobre la hoja de balance de la Reserva Federal. Como señalamos en el reporte anterior, en la figura nº5 destacamos la reducción del total de activos que viene instrumento el FOMC. Mas precisamente el actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria, ha provocado una reducción de USD 1.500.000 MM.

Figura nº5: Total de activos de la Reserva Federal



Fuente: en base a la Reserva Federal de St. Louis.

Powell explicó que el FOMC debatió sobre este tema, pero que finalmente no se había tomado ninguna resolución. Sin embargo, explicó que es opinión general de los miembros del Comité, desacelerar el ritmo de reducción y que dicha decisión se instrumentará bastante pronto. No obstante, aclaró que la idea no es modificar el objetivo de stock al cual llegar, sino que hacerlo de forma más lenta.

Con respecto a este tema, Steve Matthews de Bloomberg, le preguntó a Powell si podía acercar algún detalle. Téngase en cuenta que el ritmo actual mensual es de USD 95.000 MM, de los cuales USD 60.000 MM corresponden a bonos del Tesoro y USD 35.000 MM a MBS (mortgage-backed securities). Más específicamente, Matthews preguntó si por ejemplo se pensaba reducir la cantidad a la mitad. Powell evitó dar detalles, pero comentó que se quiere evitar generar problemas de estrés, pero que el objetivo de largo plazo es que las tenencias de la Fed, sean básicamente instrumentos de deuda del Tesoro.

Sobre este tema, también consultó Victoria Guida de Politico, acerca si esta desaceleración tenía que ver con la situación del sistema financiero, a lo que Powell respondió que el FOMC quiere evitar todo tipo de turbulencias. Agregó que, aunque parezca irónica, desacelerar el ritmo de disminución del balance, les puede llegar a permitir lograr un objetivo de activos más bajo, que si trabajaran a un ritmo de reducción como el actual. No obstante, la idea es seguir manteniendo un colchón, quieren evitar repetir situaciones de estrés que se generaron en el pasado.

Del desarrollo del Q&A, un tema a destacar es que ante una pregunta de Nick Timiraos de The Wall Street Journal, Powell señaló que no había provocado mayor preocupación los datos recientes de inflación. La lectura es que la inflación está bajando gradualmente y que el camino está lleno de baches. No obstante, ante la pregunta de Michael McKee de Bloomberg, Powell señaló que obviamente las lecturas de enero y de febrero, más allá que se puedan atribuir a efectos estacionales, no han servido para aumentar la confianza del FOMC para tomar la decisión de comenzar el recorte de tasas.

Los periodistas intentaron a través de sus preguntas inducir a Powell a dar más señales sobre cuando sería el inicio de la baja de la tasa. Powell volvió a repetir que en cada reunión se toman las decisiones de dicha reunión sobre la base de la información acumulada y que no se deja establecida ninguna decisión sobre reuniones futuras.

A través del Fed Watch Tool del CME, queda claro que el mercado no espera que la primera baja sea en la próxima reunión del 1º de mayo. De acuerdo al mismo indicador, el mercado le asigna una probabilidad del 66,7% a que la primera baja sea en la reunión del 12 de junio.

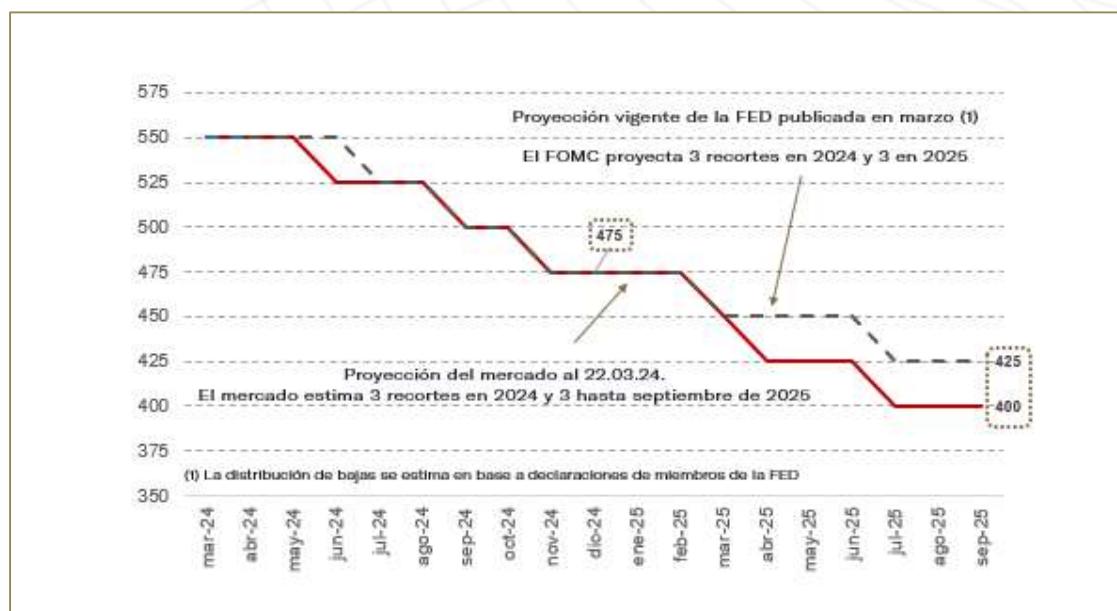
Ante una pregunta de Ann Saphir de Reuters, Powell agregó un dato adicional en el sentido que algo que llevaría al FOMC a tener la confianza suficiente para bajar las tasas es detectar un debilitamiento significativo de datos en el nivel de actividad, en particular en el mercado laboral, pero aclaró que no hay nada en los datos publicados que apunte hacia dicha situación.

Regresando a nuestro clásico análisis de enfrentar las proyecciones del FOMC con las estimaciones del mercado, resumimos lo expresado por el FOMC mediante el SEP, con tres recortes durante 2024 y también tres recortes en 2025. Del análisis detallado de las palabras de Powell, nos cuesta imaginar un recorte antes de julio, por lo que interpretamos que los tres recortes que proyecta el FOMC, podrían instrumentarse el 31 de julio, el 18 de septiembre y el 7 de noviembre. Con respecto a los tres recortes de 2025, los estimamos en marzo, julio y noviembre.

Por el lado del mercado, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME, también se estiman tres recortes para 2024, pero siendo el primero en junio. Para 2025, solo están habilitadas las proyecciones hasta septiembre e incluyen tres recortes. Más allá de este análisis detallado, lo que queda claro es que no hay diferencias significativas, lo cual se refleja en la figura nº6.

Actualmente, la sorpresa más grande la podría dar el FOMC, en la medida que las próximas mediciones de inflación no le generen la suficiente confianza y terminen dilatando en el tiempo la decisión de instrumentar el primer recorte. Escenario al cual le asignamos probabilidad significativa.

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



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

RENTA FIJA

Durante la semana pasada, el Tesoro de EE.UU. colocó un bono a 20 años. Como destacamos en la figura nº7, el Tesoro pagó el mismo cupón que la emisión de igual plazo de febrero, logrando que con una tasa de corte ligeramente inferior obtuviese una muy buena relación “bid to cover”.

Figura nº7: Últimas licitaciones del Tesoro de EE.UU.

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
21.02.24	20	4,500	-0,250	4,595	0,172	16	2,39	-0,140
26.02.24	2	4,625	0,375	4,691	0,326	63	2,49	-0,080
26.02.24	5	4,250	0,250	4,320	0,265	64	2,41	0,100
27.02.24	7	4,250	0,250	4,327	0,218	42	2,58	0,010
11.03.24	3	4,250	0,125	4,256	0,087	56	2,60	0,020
12.03.24	10	4,000	0,000	4,166	0,073	39	2,51	-0,050
13.03.24	30	4,250	0,000	4,331	-0,029	22	2,47	0,070
19.03.24	20	4,500	0,000	4,542	-0,053	13	2,79	0,400

(1) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

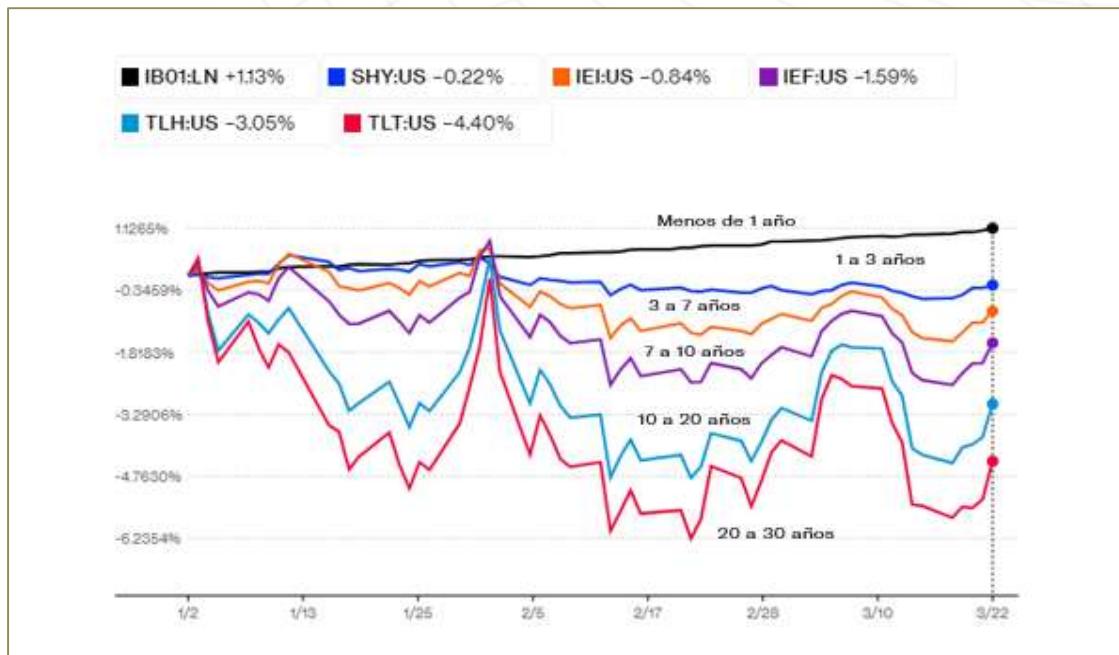
El resultado de la licitación es compatible con el reciente comportamiento que ha tenido la tasa a 10 años, la cual ha vuelto a reconocer a la zona de 4,35% como resistencia y ha vuelto a comprimir luego de la reunión del FOMC.

En la figura nº8 puede verse que, si bien la tasa reconoció la zona de resistencia, en la compresión anterior no llegó al 4,0% y que se mantiene la señal de compra en el MACD. Por lo tanto, es relevante observar si la zona de 4,20% funciona como soporte, porque de ser así, **la tasa podría estar describiendo un canal alcista**, en lugar de un canal de lateralización.

Mantenemos la misma postura de comienzos de año, en el sentido de ser cuidadosos con la “duration” del portafolio. Seguimos pensando que en el corto plazo sigue más relevante **devengar buenos cupones que esperar una apreciación de capital**. (ver figura nº9).

Figura nº8: Tasa a 10 años (%)

Fuente: en base a Investing

Figura nº9: Deuda del Tesoro de EE.UU. – Diversos plazos (YTD%)

Fuente: en base a Bloomberg

Acciones

Como destacamos en la figura nº10, el mercado de acciones, visto a través del S&P500 sigue imparable dentro de lo que denominamos el canal alcista 2024. A su vez, el MACD ha vuelto a definir señal de compra, aunque este indicador está mostrando mucha volatilidad, dada la estrechez del canal alcista. No obstante, como venimos diciendo repetidamente **no cabe duda que el mercado mantiene una clara tendencia alcista**.

Dado que el principal riesgo que presentaba la reunión del FOMC era que el comité sorprendiera negativamente reduciendo la cantidad de recortes este año, al no generarse dicho evento, el mercado volvió a verse impulsado hacia la resistencia del canal, aún con una fuerte caída en la acción de Apple (APPL) motivada el 21 de marzo por una demanda impulsada por la oficina de "Public Affairs" del Departamento de Justicia, por monopolizar los mercados de teléfonos inteligentes.

De acuerdo al mencionado organismo, la conducta excluyente y generalizada de Apple dificulta que los estadounidenses cambien de teléfono inteligente, socava la innovación de aplicaciones, productos y servicios, e impone costos extraordinarios a los desarrolladores, las empresas y los consumidores.

Figura nº10: S&P500 (Lectura técnica)



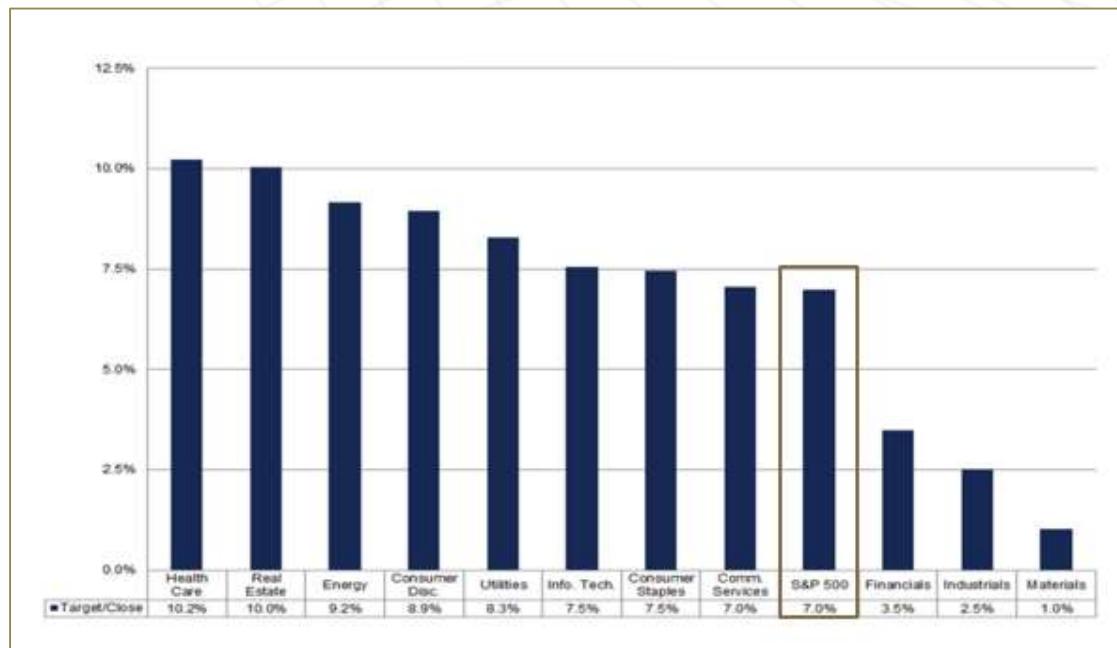
Fuente: en base a Investing

Pasando de la lectura técnica a los “fundamentals”, la semana pasada FactSet publicó un reporte muy interesante, del cual nos parece pertinente compartir algunos comentarios. La pregunta que plantea el reporte es la pregunta que nos planteamos todos. Luego que el S&P500 volvió a registrar un nuevo máximo ¿hacia dónde creen los analistas que puede llegar el índice?

De acuerdo al relevamiento que hace FactSet, con más de 10.000 coberturas de las 500 empresas que componen el índice, los analistas en conjunto predicen que **el S&P 500 tiene aún un crecimiento potencial del 7,0% en los próximos doce meses**. Este porcentaje se basa en la diferencia entre el precio objetivo (target price) y el precio de cierre (closing price) del índice al 20 de marzo.

Dicha cifra y el desagregado sectorial puede observarse en la figura nº11. A nivel sectorial, se espera que los sectores de Salud (+10,2%) e Inmobiliario (+10,0%) experimenten los mayores aumentos de precios. En el otro extremo, se estima que los sectores de Materiales (+1,0%) e Industriales (+2,5%) experimenten los menores aumentos de precios.

Figura nº11: Crecimiento Potencial % (Price Target vs. Closing Price)



Fuente: en base a FactSet

La segunda pregunta que se formula FactSet, es ¿qué tan precisos han sido los analistas, en el pasado, al predecir el valor futuro del S&P500?

Es interesante destacar que de acuerdo al período que se toma en consideración, el nivel de acierto varía: 1) en los últimos diez años, los analistas han sobreestimado el precio del índice en un 2,9% de media; 2) en los últimos quince años, los analistas han sobreestimado el precio del índice en un 5,4% y 3) en los últimos veinte años, los analistas de la industria han sobreestimado el precio del índice en un 8,3% de media. Por lo tanto, el 7% que hemos comentado, de acuerdo al período que consideremos, el “upside” se reduciría hasta casi completamente.

Sin embargo, dado que recientemente los economistas han tendido a pronosticar un escenario económico de menor nivel de actividad al que realmente fue, eso provocó que los analistas de compañías han subestimado los precios durante los últimos meses. Por ejemplo, al 31 de marzo de 2023, el precio objetivo fue 4.635,48. Casi un año después, al cierre del viernes 22 de marzo, el precio de cierre del S&P 500 fue de 5.234,18. Dicha diferencia representa una subestimación del 12,9%. Por lo tanto, **lamentablemente estamos transitando un contexto, donde los “fundamentals” ayudan poco para bajar el nivel de incertidumbre.**

En este contexto, **mantenemos nuestra posición de seguir acompañando a la tendencia alcista del mercado de acciones, pero con posicionamiento moderado.**

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 nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.