

Reporte de Estrategia

Información al 23/3/2023 11 hs BA time

UNA FED FORZOSAMENTE MENOS HAWKISH

Por Germán Fermo

Head of Global Markets Strategy, Grupo IEB

- ❖ *La Fed decidió subir su tasa de referencia en 25 basis, evento anticipado por el mercado*
- ❖ *Dado el corredor de variabilidad de la Fed Funds, esta decisión la ubica en 4.88%*
- ❖ *La terminal rate priceada por el mercado de futuros de Fed Funds es precisamente 4.88%*
- ❖ *El mercado de futuros descuenta entonces que con este hike culmina el ciclo de tightening de la Fed*
- ❖ *Por lo tanto, la crisis financiera nos deja a los principales bancos centrales del G10 con una política monetaria forzosamente mucho más dovish*
- ❖ *La fortaleza del dólar se interrumpiría por los próximos meses, es razonable imaginar a monedas del G10 convergiendo a un rango de trading sin tendencia*
- ❖ *Tasas cortas y largas enfrentarían un sólido techo en el futuro cercano*
- ❖ *La rotación desde acciones cíclicas hacia tecnológicas debiera mantenerse*
- ❖ *Las rotación desde acciones emergentes hacia acciones del G10 debiera mantenerse*
- ❖ *Sigue firme la demanda por oro, plata y bonos soberanos del G10*
- ❖ *Metales básicos y commodities energéticos con fuertes resistencias debido a un escenario en donde el “hard landing” se torna más probable*
- ❖ *Es razonable imaginar semanas de altísima incertidumbre hasta que Wall Street concluya que la crisis financiera queda bajo control y estamos muy lejos de dicho evento*

CONTEXTO

La sorpresiva crisis financiera generó varios efectos cruzados en el equilibrio general global pero se destacan algunos impactos especialmente relevantes y sumamente sorprendentes.

Primero, al menos por unos meses la Fed deberá a desgano abandonar el nivel de hawkishness mostrado durante todo el 2022 y especialmente en este incipiente inicio de 2023 que había generado subas muy significativas en la parte corta de la curva al punto tal que dicho embate terminó propiciando el colapso de algunos bancos regionales y obligó a la Fed a articular una serie de medidas de inyección de liquidez diseñadas con el objetivo de calmar la corrida al sistema financiero. En este entorno donde el balance de la Fed vuelve a expandirse se hace imposible imaginar un accionar que pueda sostener el nivel de hawkishness mostrado desde inicios de 2023 donde se había puesto de moda la historia de un recalentamiento generalizado de la economía norteamericana con la noción de una Fed dispuesta a “romperlo todo” con el único objetivo de desinflacionar cuanto antes. Pues bien, varias cosas se han roto ya lo que permite a Wall Street imaginar un sendero de tasa de referencia mucho menos hawkish al que anticipaba hace solo dos semanas atrás y un sendero de desinflación potencialmente más lento debido a que la Fed deberá frenar su embate antiinflacionario para recuperar la estabilidad del sistema financiero. Es probable que por unos meses al menos, la prioridad de la Fed se concentre en restaurar la estabilidad de su sistema bancario relegando por lo tanto, su lucha antiinflacionaria al menos, parcialmente.

Segundo, en este contexto y a la luz de lo decidido en el FOMC de marzo 22, es razonable imaginar a una Fed más calma en su sendero futuro de tasa de referencia y más dispuesta a tolerar una dinámica desinflacionaria más lenta dado que “algunos nervios” del sistema financiero se rompieron y hasta que no cicatricen la Fed probablemente deberá tolerar un sendero inflacionario por sobre el objetivo inicial y sin descartar incluso que en algún momento del 2023 la Fed suba su zona de confort de inflación de mediano plazo que actualmente es de 2%.

Tercero, las consecuencias de tanta inyección de liquidez que los principales bancos centrales del mundo deberán articular a la luz de esta sorpresiva crisis financiera, no hará otra cosa que recalentar probablemente el sendero inflacionario de mediano plazo y con bancos centrales esta vez, sin herramientas para poder pelear dicha aceleración. Cuarto, sin embargo no quedan claras todavía las consecuencias de esta crisis financiera en lo referente a su impacto hacia la exacerbación de una fuerte desaceleración de la economía norteamericana. Esta crisis financiera generará probablemente un intento de disminución en el riesgo de crédito referido a los libros

de cada banco en particular, lo que podría llevar a una reducción del crédito hacia la economía real que de alguna manera realizaría “el trabajo sucio que la Fed no haría vía su tightening”. Por lo tanto, como primera lectura de la crisis financiera podríamos imaginar a un mundo definitivamente más dovish para los próximos seis meses, forzadamente más tolerante de una inflación que podría reacelerarse y una notable incertidumbre respecto a qué tan nociva ha sido esta crisis bancaria respecto al sendero de crecimiento que podría exhibir la economía norteamericana de caras a los próximos doce meses. Sin dudas, esta crisis financiera ha aumentado las probabilidades de un “hard landing” resultando en una Fed potencialmente más dovish, lo que no necesariamente implica un escenario más bullish acciones globales.

LOS DATOS MÁS RELEVANTES DE LA SEMANA

Jobless Claims: se mantiene la resiliencia del mercado laboral

Jobless Claims: 191K vs 192K anterior. Estimado 197K.

Continuing Claims: 1694K vs 1684K anterior. Estimado 1690K.

Decisión de política monetaria de la Reserva Federal: una Fed definitivamente más dovish

Se sube la tasa de referencia en 25 basis.

Dot Plot de la Fed: sin cambios relevantes respecto a las proyecciones de diciembre 2022

Tasa de desempleo: proyección de marzo 2023 (4.5% FY 2023) vs proyección de diciembre 2022 (4.6% FY 2023).

PCE inflation: proyección de marzo 2023 (3.3% FY 2023) vs proyección de diciembre 2022 (3.1% FY 2023).

Reference Rate: proyección de marzo 2023 (5.1% FY 2023) vs proyección de diciembre 2022 (5.1% FY 2023).

MERCADOS

Tasas de interés

Al viernes 17 de marzo la 2yr yield cotizaba en 3.84%, cerrando esta semana en 3.94%. La crisis financiera sumada a un FOMC de marzo 22 claramente dovish, anticipa un sendero de tasa de referencia mucho menos hawkish y por lo tanto una 2yr yield muy lejos de los máximos observados en marzo 8 cercanos a 5.10%. Al viernes 17 de marzo la 30yr yield cotizaba en 3.62%, cerrando esta semana en 3.73%. El mercado anticipa de esta forma una Fed menos hawkish en ambos extremos de la curva y debilidad creciente de la economía real de caras al 2023 poniendo un techo aparentemente muy sólido en la 30yr en los niveles de 4%. Esto debiera actuar como sostén a los activos de riesgo en la medida que la crisis financiera quede neutralizada como un evento idiosincrático y no se convierta en sistémico. De esta forma, la curva de yields no ha mostrado cambios relevantes durante la semana. Una dinámica interesante a analizar será como quedaría la curva de yields una vez que el mercado decida eliminar la prima de riesgo contenida en el precio de bonos soberanos norteamericanos como consecuencia de “safe haven” demand. No estamos ahí todavía, la crisis financiera probablemente seguirá preocupando a Wall Street en el futuro cercano.

Monedas

La crisis financiera puso fin a la fortaleza del dólar norteamericano observada durante gran parte del mes de febrero. Al viernes 17 de marzo el euro cotizaba en 1.0668, cerrando esta semana en 1.0883, recuperándose de los mínimos del año en la zona de 1.05. Desde el FOMC de marzo 22 se fortalece la noción de una Fed más condicionada en su agresividad de suba de tasa de referencia lo cual debilita el escenario de “higher for longer” que intentó implementar hasta marzo 8. Se calma entonces el rally del dólar norteamericano y las monedas del G10, el oro, y la plata, entre otros, raleando fuertemente en anticipación a una Fed forzada a implementar una política monetaria de corto plazo mucho menos hawkish. Un dólar más calmo debiera jugar a favor de posicionamientos en equity emergente en tanto y en cuanto el evento financiero quede aislado sin consecuencias sistémicas. Desde el inicio de la crisis financiera, las principales monedas emergentes han estado bajo presión presa de aversión al riesgo y de un pricing que probabilísticamente se sesga hacia un potencial “hard landing”. Sin embargo, en esta última semana han recuperado gran parte de la underperformance mostrada durante la semana anterior. Claramente, tanto las monedas del G10 como la mayoría de las monedas de emergentes están raleando contra el dólar norteamericano debido a un notable cambio de retórica desde la Fed hacia una estancia claramente mucho menos hawkish.

Commodities

Sigue sin traccionar por el momento la reapertura de la economía China. Al viernes 17 de marzo el petróleo cotizaba en 66.34, cerrando esta semana en 71.11. Una historia similar aplica a casi todo el complejo de metales básicos como el cobre y el acero entre otros, todos ellos sin reaccionar todavía al salto de demanda que debiera ejercer la reapertura de China en los próximos meses. Durante el segundo semestre del 2023 y primer semestre del 2024 es probable que los commodities muestren recalentamiento inflacionario debido a la reapertura de China a menos que la crisis financiera enfríe de manera contundente a la economía global lo cual es a esta altura de los acontecimientos un gran interrogante. El oro y la plata reaccionando con drivers totalmente distintos en anticipación a una sorpresiva pero relativamente permanente debilidad del dólar. El oro al viernes 17 de marzo cotizaba en 1.985, cerrando esta semana en 1.947, muy firme y reaccionado a lo que pareciera ser una Fed obligada a ser menos hawkish en el futuro mediato.

Acciones Norteamericanas

El SPY cerró el viernes 17 de marzo en 389.99, culminando esta semana en niveles de 396.21. Pareciera que Wall Street intenta combinar la noción de una Fed mucho menos hawkish con la posibilidad de una contención cercana a la crisis financiera, y de esta forma el equity en general intenta recuperar los niveles previos a marzo 9, momento en donde se supo del colapso de SVB. Si la crisis financiera queda encapsulada como un evento idiosincrático, sería lógico imaginar a los índices recuperando sus niveles de marzo 8 pero no es lógico suponer todavía la culminación de un sendero de incertidumbre que todavía puede mostrar muchas sorpresas negativas emanadas de esta inesperada crisis. No sorprendería observar a un mercado que intente definir un rango de trading a la espera de nuevos datos. Cisne negro aparte, el 2023 sigue siendo un año en donde los datos de la economía real nos irán definiendo la tendencia. Claramente, la crisis financiera nos deja a una Fed residualmente menos hawkish y a desgano lo cual podría ser una aceptable noticia para el equity tecnológico.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (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.