

21 de marzo de 2023

Weekly Global Outlook

Se puso a prueba el último premio Nobel de Economía

Quizás ya nos olvidamos que hace un poco más de cinco meses, más precisamente **el 10 de octubre del año pasado, la Academia de Ciencias de la Corona Sueca, otorgó el premio Nobel de Economía a Ben Bernanke, Douglas Diamond y Philip Dybvig por sus investigaciones sobre bancos y crisis financieras.** Queda como conclusión central de sus trabajos, la necesidad que los gobiernos proporcionen salvatajes, convirtiéndose en prestamistas de última instancia de los clientes de las instituciones financieras, para evitar que las tensiones escalen a crisis sistémicas. Por lo tanto, no es casualidad que **el domingo 12 de marzo la Reserva Federal, junto al Tesoro de EE.UU. y el FDIC (sistema de seguro de depósitos bancarios) implementaran de urgencia una nueva línea de préstamos a los bancos, denominada BTLP,** para mitigar las preocupaciones generadas por el Silvergate Capital, el Silicon Valley Bank y el Signature Bank.

Pese a la implementación del BTLP, las tensiones llegaron al First Republic Bank, quien necesitó un salvataje de USD 30.000 MM aportado por once instituciones financieras (Bank of América, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, PNC Bank, State Street, Truist y US Bank). A su vez, **las tensiones cruzaron el océano Atlántico e impactaron sobre el emblemático Credit Suisse,** que venía acumulando un deterioro en su rentabilidad desde la crisis financiera global de 2011 y **que finalmente tuvo que ser absorbido por UBS.**

Con el objetivo de prevenir una nueva crisis financiera global, la Reserva Federal coordinó el domingo 19 de marzo, un aumento en la frecuencia de las operaciones de “swaps” de dólares de una semana a un día, con los bancos centrales de Canadá, Inglaterra, Japón, Europa y Suiza.

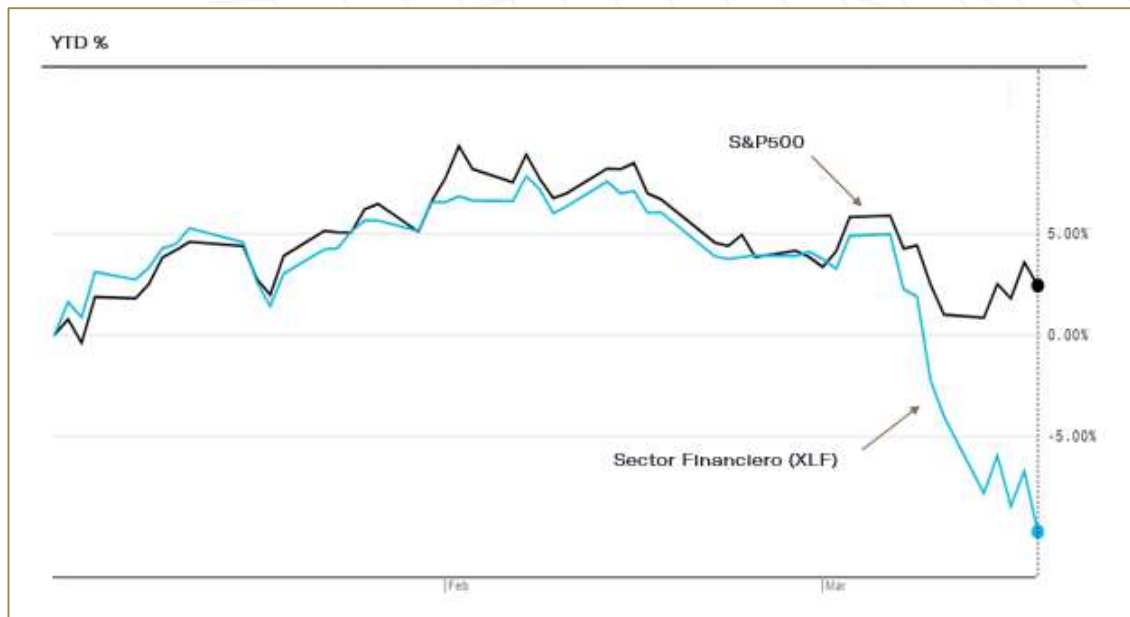
Una vez más, el proceso de “tightening” de la FED ha provocado el aumento de las tensiones financieras y como planteamos en el reporte pasado, se le genera el desafío de continuar con el mismo para controlar la inflación o suspenderlo para evitar una crisis sistémica. **Este miércoles 22 el FOMC de la FED tendrá que tomar la decisión de subir o no, al menos 25 puntos básicos su tasa de política monetaria.**

ECONOMÍA

Si bien durante la semana se publicaron varios indicadores económicos como el IPC, el IPP, las ventas minoristas y la producción industrial, toda la atención siguió concentrada sobre las tensiones financieras. A las noticias de Silvergate Capital, Silicon Valley Bank y Signature Bank, se sumaron nada más y nada menos que Credit Suisse en Europa y el First Republic Bank recibió una ayuda de USD 30.000 MM constituida por 11 instituciones financieras (Bank of América, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, PNC Bank, State Street, Truist y US Bank).

Pese a los esfuerzos para disminuir el grado de preocupación, mediante el BTLP, el mercado ha seguido castigando a la cotización de los bancos, los cuales siguieron mostrando una caída más significativa que la del S&P500 como se puede observar en la figura n°1.

Figura n°1: S&P500 versus Sector Financiero (XLF)

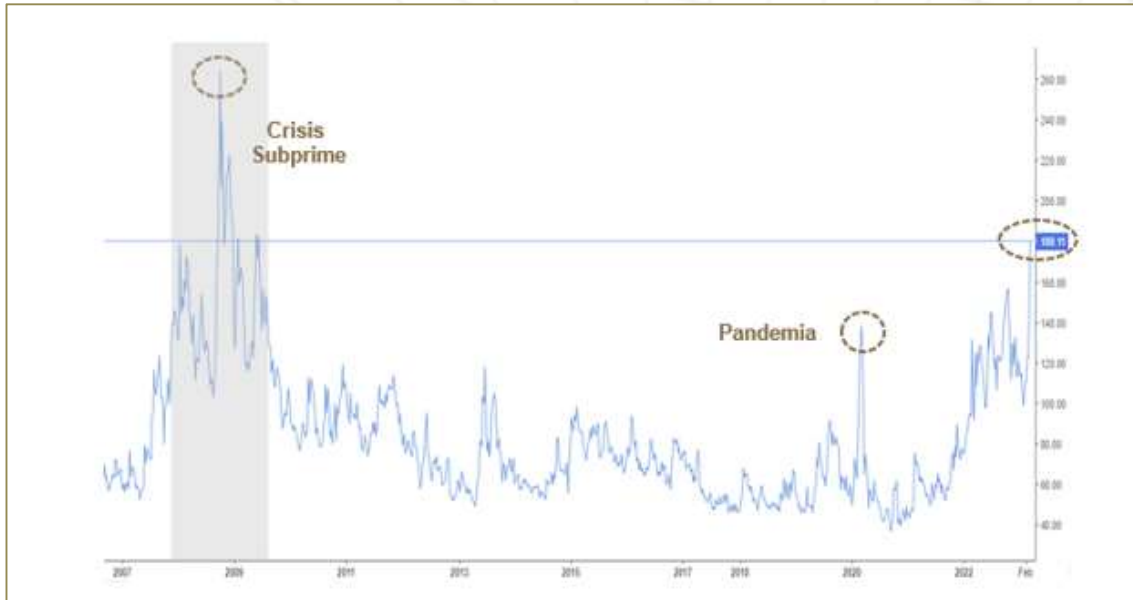


Fuente: en base a Bloomberg

Un dato llamativo es que el "ICE BofAML MOVE", índice que mide la volatilidad del mercado de deuda, conocido en el mercado como el "VIX" de los bonos, como se puede apreciar en la figura n°2, superó el valor registrado durante la pandemia, alcanzando un nivel sólo comparable con los tiempos de la crisis "subprime".

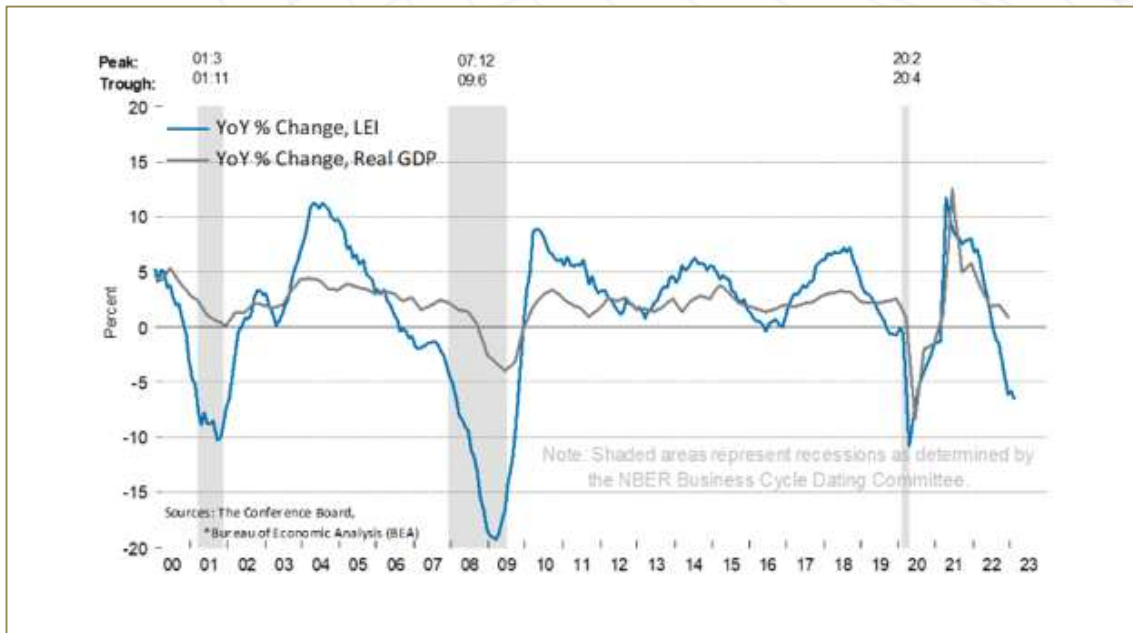
En este contexto, de preocupación y volatilidad, como se aprecia en la figura n°3, la publicación de los "Leading Indicators" (indicadores líderes) de The Conference Board, le volvió a recordar al mercado que sigue vigente el presagio de una recesión. Si bien la caída en el índice se ha moderado en la última lectura, el mismo no incluye el impacto de las recientes tensiones financieras.

Figura n°2: ICE BofAML MOVE



Fuente: en base a Investing

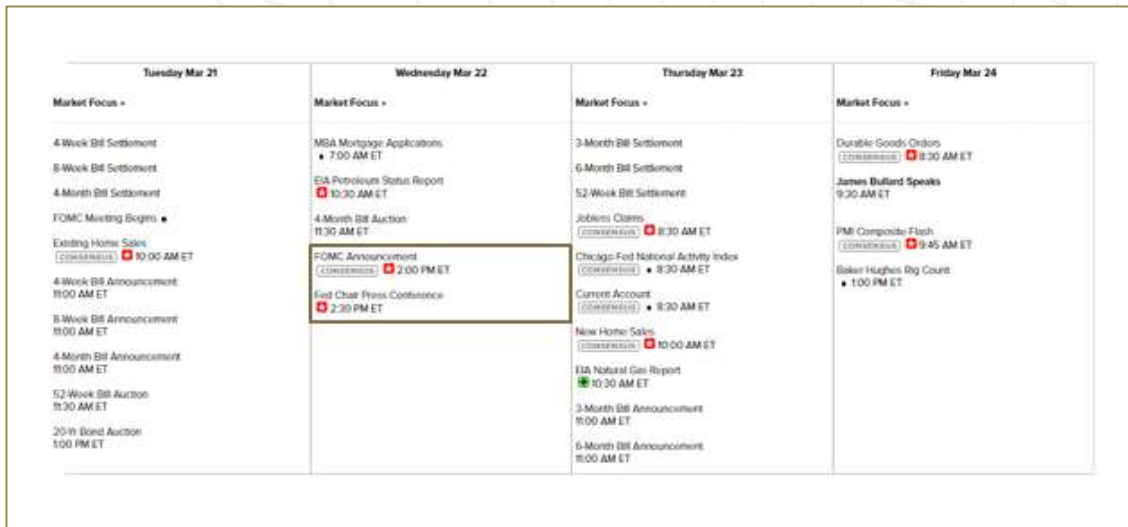
Figura n°3: Indicadores Líderes



Fuente: en base a The Conference Board

Con respecto al calendario económico, toda la atención estará centrada en la segunda reunión del año del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) de la Reserva Federal, que deberá tomar la decisión de subir o no su tasa de política monetaria este miércoles 22.

Figura n°4: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

De acuerdo al Fed Watch Tool del Chicago Mercantile Exchange, al momento de cerrar el presente reporte, el mercado le asignaba mayor probabilidad de ocurrencia a una suba de 25 puntos básicos por parte del FOMC de la FED.

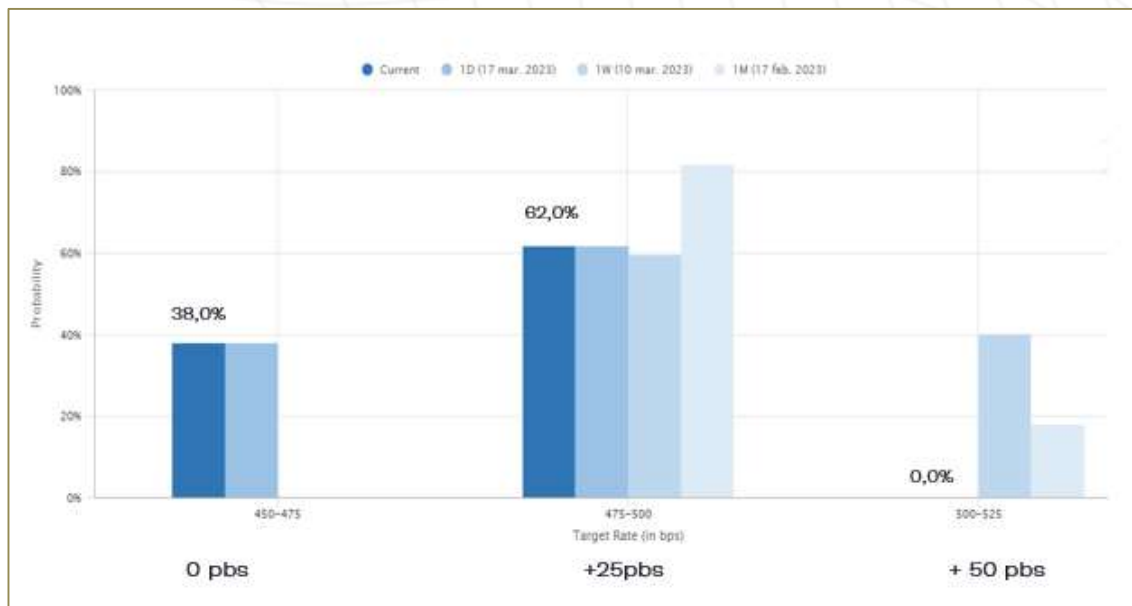
Como se observa en la figura n°5, a dicho escenario se le asigna una probabilidad del 62,0%, mientras que el escenario alternativo con una probabilidad del 38,0% sería aquel en el cual la FED deja sin cambios a su tasa de política monetaria.

Algunos analistas se inclinan a pensar que la Reserva Federal aprieta hasta que algo se rompe, así pasó en 1994 con el incumplimiento del Condado de Orange, en 1998 con el colapso del Long Term Capital, en el 2000 con el estallido de la burbuja tecnológica (punto.com), y en el 2008 con la crisis inmobiliaria (subprime). Por lo tanto, ante los eventos bancarios recientes se ha modificado significativamente las expectativas de tasas para el resto del año

Como comentamos en el reporte pasado, la FED se encuentra ante un gran desafío haciendo equilibrio entre controlar definitivamente a la inflación y evitar que las tensiones financieras escalen y provoquen una crisis sistémica.

Nuestro punto de vista, es que la FED no está holgada para olvidarse del endurecimiento de su política monetaria. Como detallamos en el reporte anterior, hay al menos tres argumentos para continuar con el apretón: 1) la inflación no está controlada, en particular los precios de los servicios duplican el crecimiento anualizado del objetivo de política monetaria y no se observa una desaceleración, como si se puede apreciar en los bienes, 2) El mercado laboral se encuentra desequilibrado, 3) de acuerdos a reglas monetarias clásicas como la "Taylor Rule", para controlar al actual nivel de inflación, la tasa de política monetaria debería elevarse por encima del 6,0%.

Figura nº5: Probabilidades del Objetivo de Tasa – Reunión del FOMC del 22.03.23



Fuente: en base al CME FedWatch Tool

Semana tras semana las tensiones financieras crecen. El primer comentario que surgió al conocerse las noticias del Silvergate Capital y del Silicon Valley Bank, es que ambas instituciones tenían modelos de negocios muy de nicho sin diversificación. En el caso particular del primero muy orientado a cripto activos y el segundo a ventura capital. Algo similar también ocurrió con el Signature Bank. No obstante, el problema escaló al llegar al Credit Suisse, se sabe que es una institución que viene arrastrando problemas en su rentabilidad, por lo que su solución fue ser absorbida por UBS.

El escalamiento no se detuvo, dado que la desconfianza sacudió al First Republic Bank, de quien ya no se puede argumentar que sea un banco tan de nicho, por lo que once instituciones financieras de las más importantes de los Estados Unidos, organizaron un rescate por USD 30.000 MM para intentar disminuir las preocupaciones de los ahorristas.

RENTA FIJA

Dentro del contexto de incertidumbre que están transitando los mercados, queda claro que se está desarrollando un típico proceso de “fly to quality” (vuelo a la calidad) el cual se traduce en un aumento de los precios de los instrumentos de la deuda del Tesoro de EE.UU., reduciendo sus rendimientos.

En la figura n°6 se puede apreciar cómo la curva ha comprimido desde la posición a comienzos de mes (color celeste), hasta los valores de cierre al viernes 17 del corriente (color azul).

Figura n°6: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.

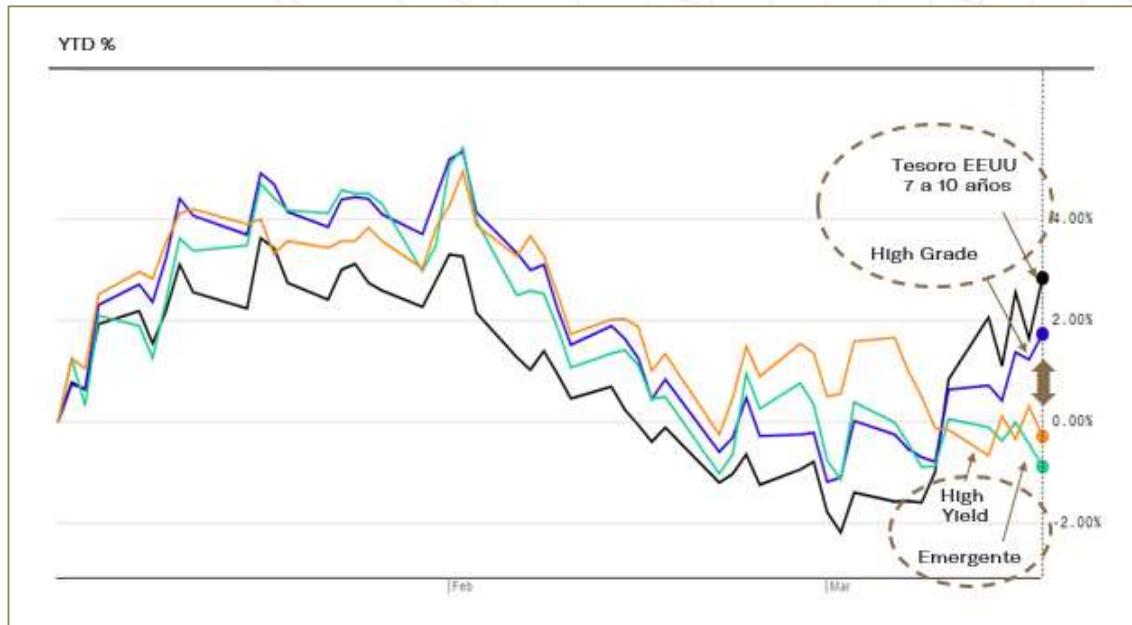


Fuente: en base a Bloomberg

Pero este proceso también se produce dentro de la deuda corporativa. En la figura n°7 se observa como durante los últimos días, no sólo los precios de la deuda del Tesoro de EE.UU. (línea de color negro) mejora, sino que también los precios de los bonos corporativos “high grade” (línea de color azul), mientras que los precios de la deuda corporativa de menor calidad crediticia “high yield” (línea de color amarillo) desciende, al igual que la línea verde que representa a la deuda emergente.

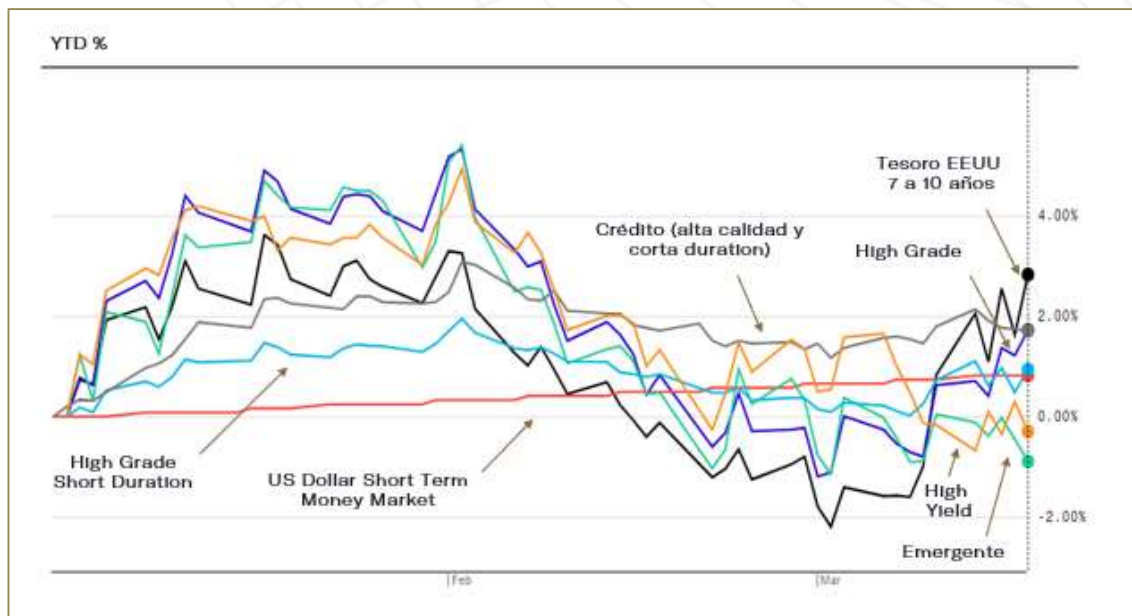
En la figura n°8 se agregan a los tipos de deuda graficadas en la figura anterior, nuestras preferencias de deuda para acotar volatilidad en el actual contexto, sobre todo para las carteras con perfiles “conservador” y “balanceado”: “US dollar short term”, “high grade short duration”, “estrategia de crédito short duration, high grade”, además de vehículos de estrategia “global macro”.

Figura n°7: Renta Fija – Comienza a destacarse el Riesgo Crediticio



Fuente: en base a Bloomberg

Figura n°8: Renta Fija – Distintas Calidades Crediticias y Diversas Estrategias



Fuente: en base a Bloomberg

S&P500

Pese a la caída en los precios del sector financiero, al mercado en general no le ha ido tan mal, básicamente porque el mercado comienza a imaginarse que la FED comenzaría a alejarse de su posición "hawkish".

No obstante, de acuerdo a lo comentado en el apartado económico, según The Conference Board, el escenario de "mild recession" es el que presagia sus indicadores líderes, por lo que de acuerdo a las correlaciones históricas entre escenarios recesivos y "drawdowns" del S&P500, sigue vigente el riesgo que el S&P500 corrija hasta los mínimos del año pasado.

Por el momento, como comentamos en el reporte anterior, la zona de 3.800 está funcionando, al menos, como un soporte temporal, tal como se puede apreciar en la figura n°9.

Figura n°9: S&P500 – Lectura técnica de corto plazo



Fuente: en base a Investing

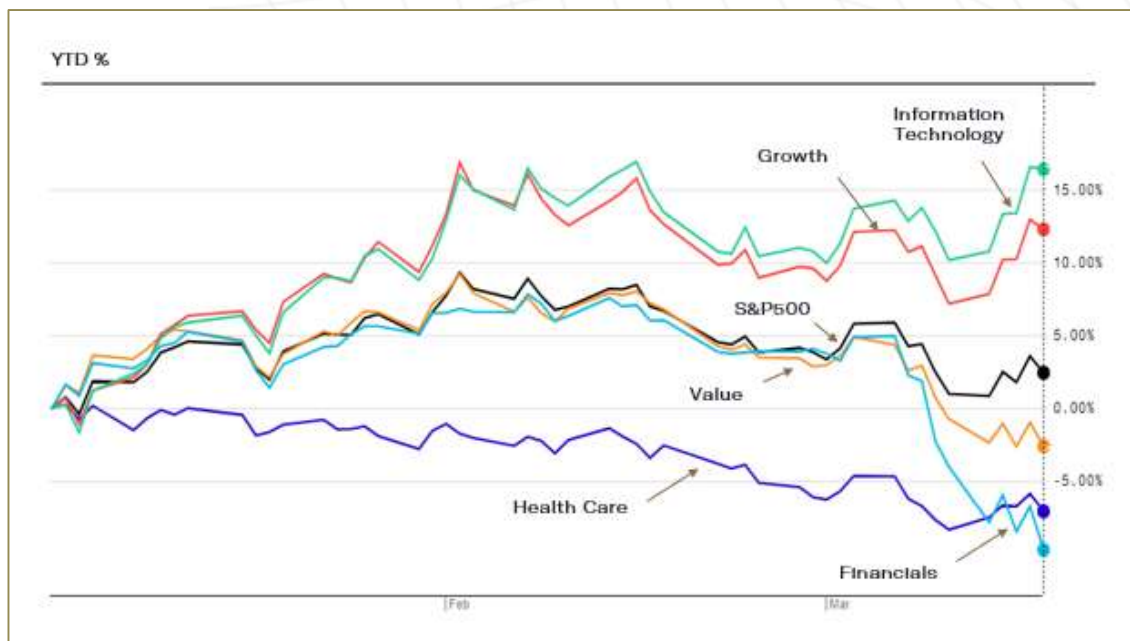
En una comparación sectorial como se puede observar en la figura n°10, en el acumulado del año la performance de los sectores relacionados con "growth" viene superando a los relacionados con "value". Hay más de una razón que explica dicho comportamiento. Para comenzar, en forma estratégica, el mercado suele aplicar un posicionamiento sectorial proyectando lo que puede suceder con el ciclo económico, en lugar de la realidad del momento. En ese sentido, si bien la etapa del ciclo económico del 2022 correspondió a una desaceleración económica, el mercado se posicionó en términos de una recesión, siendo los sectores favorecidos: "consumer staples", "utilities" y "health care".

Es de destacar que "energy" fue también un sector muy favorecido en 2022, pero por los impactos en los precios de la energía provocada por la invasión rusa a Ucrania.

A su vez, 2022 fue un año muy complejo para los sectores relacionados con "growth" dado que son sectores que los perjudica los contextos de subas de tasa.

El 2023, si bien es un año en el cual se estima que es prácticamente inevitable que la economía pueda evitar una recesión, aún se estima que de darse la misma sería de baja magnitud, para luego transitar un 2024 de recuperación económica. Por lo tanto, si bien el 2023 sería un año de recesión, en el típico posicionamiento sectorial pensando en lo que viene, los sectores relacionados con "growth" serían hacia los cuales deberían rotar los portafolios.

Figura n°10: S&P500 versus Sector Financiero (XLF)



Fuente: en base a Bloomberg

Además, las demandas ocasionadas por los supuestos efectos colaterales de las vacunas, ha tenido un impacto negativo muy significativo en Pfizer arrastrando este año a su sector al terreno negativo. Más recientemente, por lo comentado en el presente reporte, el sector financiero ha sido significativamente castigado. Este sector tiene una ponderación más relevante en "value" que en "growth".

Por lo tanto, más allá que la caída en el sector financiero pueda ser coyuntural, como así también la del sector salud, en la medida el proceso de "tightening" tienda a agotarse este año, la tendencia estratégica para el 2022, sería seguir rotando hacia "growth".

IEB Internacional

Paraguay 2141

Aguada Park Free Zone Building

Montevideo, Uruguay

comercial@iebinternacional
