

28 de marzo de 2023

# Weekly Global Outlook

## ¿El ojo del huracán o el final de la crisis?

Se suele mencionar al “ojo del huracán” como la zona de relativa calma, en torno a la cual giran las nubes que conforman la gigantesca estructura ciclónica. Como venimos desarrollando en emisiones previas del “Weekly Global Outlook”, teniendo en cuenta la historia de los “tightening” de la política monetaria de la Reserva Federal, era de esperar que las tensiones financieras ganaran espacio en los títulos de los medios informativos.

Históricamente, **las crisis comienzan en negocios que no concentran la mayor participación del mercado, pero como han señalado los galardonados por el premio Nobel de Economía de 2022, es crucial que estos problemas se solucionen rápidamente, para evita que las tensiones financieras puedan escalar y poner en duda la salud del sistema.**

En ese sentido, como resaltó recientemente Jerome Powell, para evitar el escalamiento es que justificó la rápida acción de la Reserva Federal, junto con el Tesoro y el FDIC, para implementar el BTFT para complementar el esquema vigente del seguro del FDIC y proveer liquidez a los bancos en situaciones apremiantes.

**Si bien la crisis ha dejado de escalar, se detectan drenajes de depósitos desde instituciones más pequeñas hacia las más grandes. Los niveles de volatilidad en el mercado de deuda se mantienen, así como también el afloramiento del riesgo crediticio.** Por lo tanto, como venimos planteando desde comienzos de año, seguimos sugiriendo ser cautos con la calidad crediticia y “duration” de los portafolios de deuda.

**Con respecto al S&P500, no debemos descartar que el mismo podría volver a los mínimos del año pasado, pero quizás el 13 de octubre del 2022 haya sido el punto de inflexión entre el canal bajista del año pasado y una nueva etapa de recuperación.** Desde el punto de vista de la estrategia sectorial, en la medida que el 2023 sea un período de transición entre la desaceleración del 2022 y la potencial recuperación del 2024, debería prestarse atención a los sectores relacionados con “growth”.

## ECONOMÍA

Más allá que han seguido las preocupaciones sobre las tensiones financieras, la semana estuvo dominada por la reunión del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) de la Reserva Federal, por la conferencia de prensa de Jerome Powell y por el testimonio de Janet Yellen (titular del Tesoro) ante el Senado.

Acorde a las expectativas finales que detectó el Fed Watch Tool del CME, **el FOMC elevó su tasa de política monetaria en 25 puntos básicos y mantuvo el QT** (reducción de la hoja de balance de la FED).

En el discurso previo al Q&A, **Powell justificó la rápida acción de la FED junto al Tesoro y al FDIC en implementar el BTFP (Bank Term Funding Program) para evitar que la crisis de algunos bancos provoque la desconfianza en el sistema**, el cual se encuentra con buena salud. Mencionó que la historia ha demostrado que, si ese tipo de inconvenientes no se atiende con la eficiencia necesaria, puede terminar escalando. Justamente en el reporte pasado desarrollamos las enseñanzas que al respecto han transmitido los galardonados por el premio de Nobel de Economía 2022, Ben Bernanke, Douglas Diamond y Philip Dybvig.

**Powell también explicó que más allá de las tensiones financieras que tendrán un impacto sobre la economía, por el momento la inflación sigue por encima de su objetivo y el mercado laboral se encuentra desequilibrado, por lo que la FED debe continuar con su obligación de no sólo mantener al mercado laboral en un equilibrio saludable, sino que en hacer converger a la inflación (PCE "core") al 2% anual.** Por lo tanto, el FOMC debe continuar con su trabajo, **aunque durante el Q&A insinuó que el fin del alza de las tasas está cerca.**

**Con respecto a las proyecciones económicas que la FED presenta trimestralmente, se destaca una reducción en el crecimiento del PBI, sobre todo en el caso de 2024.** Con respecto a la inflación hay un reconocimiento que la misma sería ligeramente superior a las proyecciones de diciembre.

El aspecto más significativo es que **las proyecciones de tasas, terminan transmitiendo un mensaje más "hawkish" que el de diciembre**, en el sentido que, pese a las especulaciones del mercado, el FOMC ha mantenido sin cambios la proyección para el año corriente y elevó la proyección para el 2024, como se puede apreciar en la figura n°1.

En el apartado de expectativas de tasas de interés vamos a analizar con mayor profundidad este aspecto, dado que se detecta que el mercado nuevamente considera que la FED se está equivocando y que deberá modificar sus proyecciones.

Figura n°1: Proyecciones Económicas de la Reserva Federal

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |            |
|---|---------------------|------|------|------------|
|   | 2023                | 2024 | 2025 | Longer run |
| Change in real GDP                      | 0.4                 | 1.2  | 1.9  | 1.8        |
| December projection                     | 0.5                 | 1.6  | 1.8  | 1.8        |
| Unemployment rate                       | 4.5                 | 4.6  | 4.6  | 4.0        |
| December projection                     | 4.6                 | 4.6  | 4.5  | 4.0        |
| PCE inflation                           | 3.3                 | 2.5  | 2.1  | 2.0        |
| December projection                     | 3.1                 | 2.5  | 2.1  | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 3.6                 | 2.6  | 2.1  |            |
| December projection                     | 3.5                 | 2.5  | 2.1  |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |            |
| Federal funds rate                      | 5.1                 | 4.3  | 3.1  | 2.5        |
| December projection                     | 5.1                 | 4.1  | 3.1  | 2.5        |

Fuente: en base a la Reserva Federal

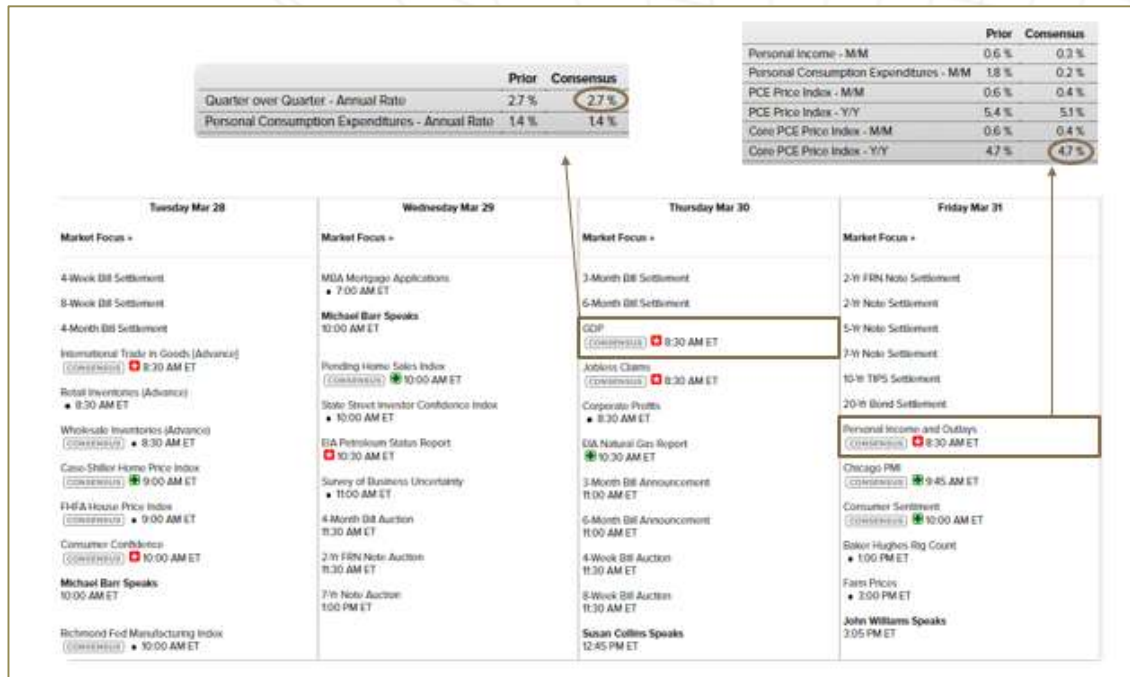
**El testimonio de Janet Yellen generó desconformidad entre algunos senadores y terminó teniendo un impacto negativo en los mercados.** Por un lado, justificó el excepcional salvataje a los ahorristas del SVB (Silicon Valley Bank), los cuales en su gran mayoría superaban el límite de USD 250.000 que es protegido por el FDIC (Federal Deposit Insurante Corporation), aunque descartó la necesidad de elevar dicho nivel de seguro, explicando que actuarán acorde a las circunstancias, lo cual provocó la crítica de algunos senadores, en el sentido que se generan ahorristas de primera y de segunda clase.

Además, remarcó que el FDIC ayudará a los ahorristas, pero que no se gastará ni un solo dólar de los contribuyentes para rescatar bancos, lo cual dejó descontento a los mercados, dado que deja instalada la preocupación acerca de que podría suceder con los acreedores (bonistas) y accionistas de las instituciones que pudiesen atravesar inconvenientes de liquidez.

Con respecto al **calendario económico**, como se puede observar en la figura n°2, el indicador que concentrará mayor atención es la publicación del **PCE "core"** el cual está agendado para el viernes y se espera un crecimiento interanual similar al del mes pasado (4,7%).

Previamente, el jueves se publicará una reestimación del comportamiento del PBI correspondiente al último trimestre del 2022.

Figura n°2: Calendario Económico



Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

**Nuevamente se ha generado una peligrosa diferencia entre la trayectoria de la tasa de política monetaria que se imagina el mercado, mediante el Fed Watch Tool del CME y tanto el mensaje de Jerome Powell como las proyecciones económicas trimestrales que acaba de presentar la Reserva Federal.**

En la figura n°3 se compara ambas trayectorias que lucen claramente diferentes. Desde el punto de vista de Powell y la Reserva Federal, si bien Powell durante el Q&A insinuó que el final del ciclo de alzas estaba cerca, dejó entender que aún hay trabajo para realizar, por lo que sería esperable que en la reunión del FOMC del 3 de mayo se registre un nuevo incremento de la tasa de política monetaria de 25 puntos básicos, el cual está completamente en línea con las proyecciones económicas de la Reserva Federal.

A partir de allí, se puede apreciar claramente en la figura n°1, que la proyección de la Reserva Federal es que se mantendría dicha tasa hasta fin de año. Tengamos en cuenta que en el cuadro de proyecciones se presenta el punto medio del rango de 5,00%/5,25%, motivo por el cual al redondear a un decimal el dato estimado para fin de año es 5,1%, cifra equivalente al 5,25% del rango superior.

En la misma figura nº1 se puede observar que la proyección para fin de 2024 es de 4,3% o puesto en términos del rango superior 4,50%.

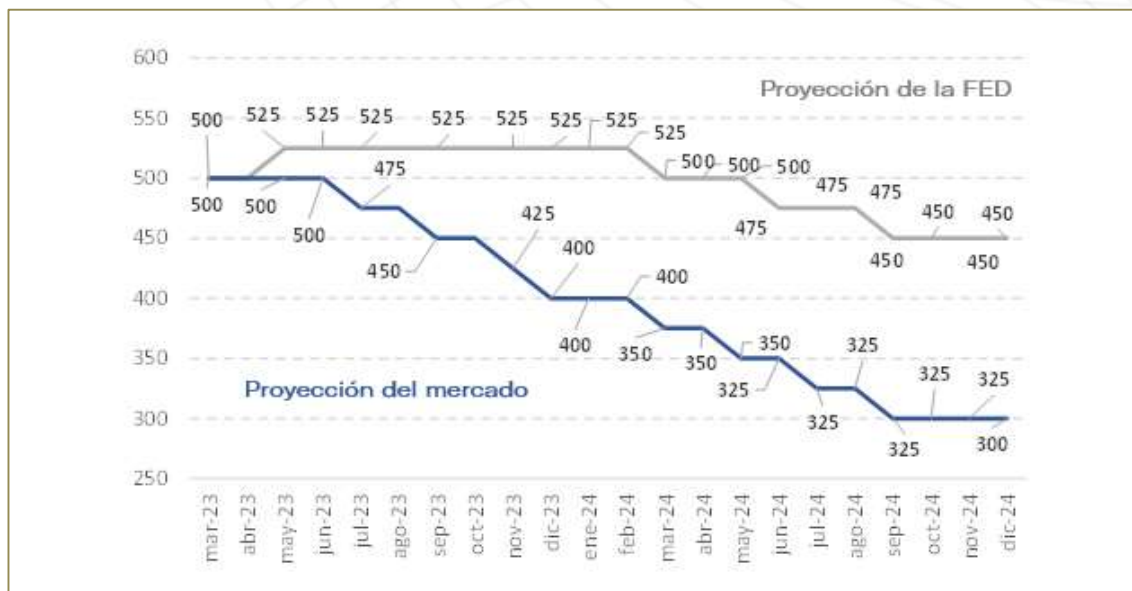
Cuando pasamos a la trayectoria que se imagina el mercado (línea de color azul de la figura nº3), no está descontado un aumento adicional de la tasa para este año y lejos de mantenerse en el nivel de 5,25% hasta fin de año, la misma descendería hasta el 4,0%.

Es decir que **se proyecta una diferencia de 125 puntos básicos para fines de este año, entre la mirada de la Reserva Federal y las estimaciones que imagina el mercado mediante el FED Watch Tool del CME.**

Al observar en la misma figura nº3, la proyección para fines de 2024, la misma sería de 3,0% para el mercado, presentando una diferencia de 150 puntos básicos, con respecto a la proyección de la Reserva Federal.

**Ya hemos visto este tipo de divergencias entre la mirada de la Reserva Federal y el mercado durante enero de este año, lo cual tuvo consecuencias negativas para el mercado de deuda durante febrero.** Por lo tanto, si bien nos estamos adelantando a los temas a tratar en el apartado de renta fija, queda claro que sigue siendo conveniente mantener un criterio conservador en la administración de un portafolio de deuda.

**Figura nº3: Expectativas de Tasas de Interés (en pbs.)**

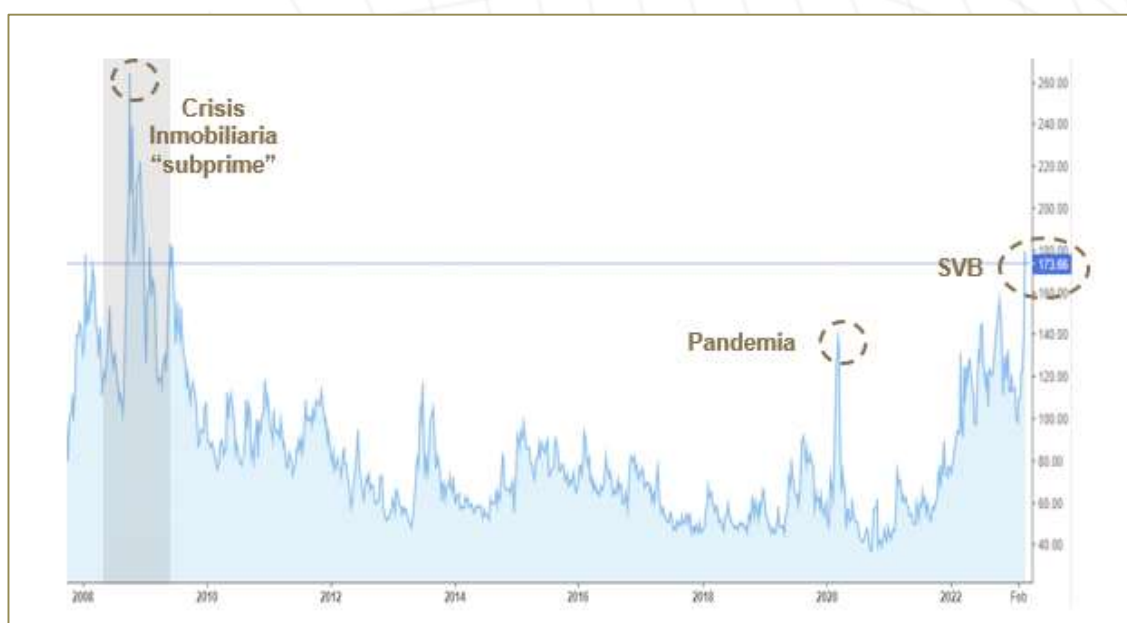


Fuente: en base al CME FedWatch Tool y a la Reserva Federal

## RENTA FIJA

**El mercado de deuda ha seguido sensible** y de acuerdo a lo comentado en el apartado anterior es conveniente mantener un criterio prudencial. Para comenzar, se puede observar en la figura n° 4 que **la volatilidad en el mercado de deuda sigue siendo muy alta**, manteniéndose por encima de los valores alcanzados durante la pandemia y solo comparable con los registrados durante la crisis inmobiliaria (subprime) de 2008.

**Figura n°4: ICE BofAML MOVE**



Fuente: en base a Investing

Pasando a la figura n°5, se puede apreciar que la curva de rendimientos de la deuda del Tesoro de EE.UU. al cierre de la semana pasada (línea de color rojo), no se ha modificado demasiado con respecto a la situación de la semana previa (línea de color azul), salvo en el tramo corto, básicamente 3 y 6 donde los precios han sufrido una ligera contracción y por ende se puede apreciar una mejora de entre 10 y 20 puntos básicos.

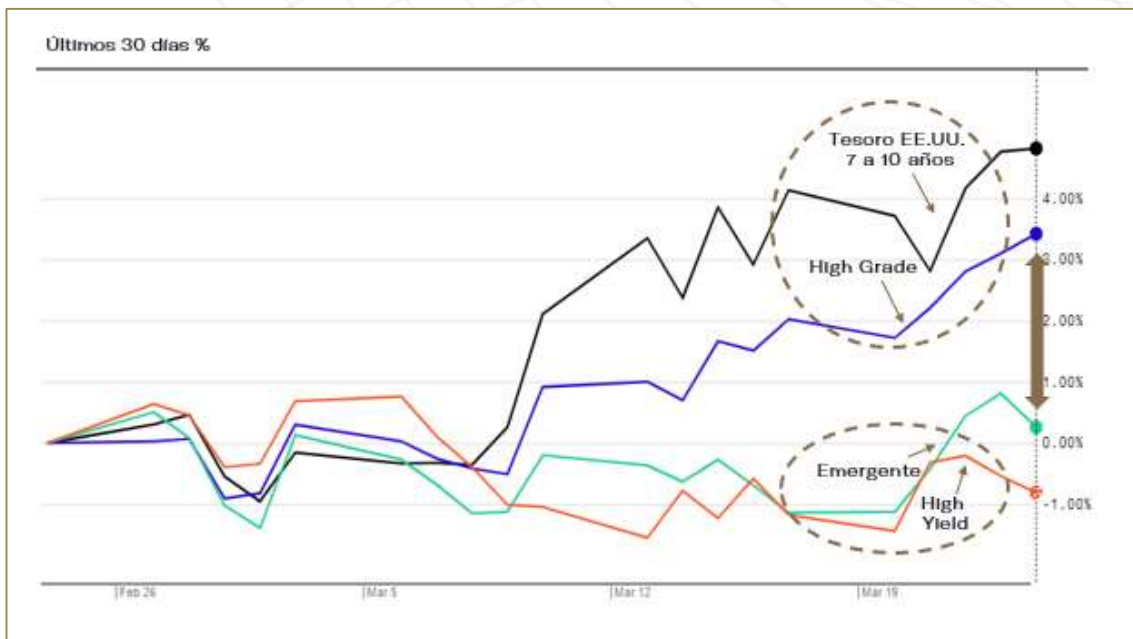
Pero **el proceso de "fly to quality"** al cual nos referimos en el reporte anterior, **sigue plenamente vigente e incluso se puede observar en la figura n° 6 que el afloramiento del riesgo crediticio se ha intensificado.**

**Figura nº5: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU. (%)**



Fuente: en base a Bloomberg

**Figura nº6: Renta Fija – Sigue aflorando el Riego Crediticio**



Fuente: en base a Bloomberg

En el gráfico de la figura nº6, se puede apreciar que a "duration" similares, se ha acrecentado la diferencia entre la deuda del Tesoro de EE.UU. (color negro) y corporativo "high grade" (azul) con respecto a corporativo "high yield" (coral) y emergentes (verde).

## S&P500

**Desde el punto de vista macroeconómico, sigue vigente el escenario de "mild recession", por lo que no debemos descartar que el índice vuelva a los mínimos del año pasado (3.500/3.600),** así como también la zona de 4.100/4.200 sigue luciendo como un techo para el mercado.

Pasando a una lectura técnica de corto plazo como la de la figura nº7, luego que el soporte temporal en la zona de 3.800 sostuvo al mercado, el mismo no pudo superar la zona de 4.000, continuando el derrotero del canal bajista de corto plazo.

**Figura nº7: S&P500 – Lectura técnica de corto plazo**



Fuente: en base a Investing

**No obstante, hay señales técnicas que nos pueden llevar a tener una lectura más constructiva.** Para comenzar, se mantiene vigente la señal de compra en el MACD, los máximos de este año han superado a los máximos de la última etapa del 2022, mientras que los mínimos recientes no han perforado la zona de 3.800.



Por lo tanto, como señala la figura n°8, **podríamos imaginar que la corrección bajista del 2022 hizo mínimos el 13 de octubre y que a partir de allí se viene consolidando una recuperación dentro de una canal alcista de mediano plazo.**

**Figura n°8: S&P500 – Lectura más constructiva**



Fuente: en base a Investing

Como ya comentamos en el reporte anterior, 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" vienen superando al S&P500. Al mismo tiempo, se puede apreciar en la misma figura que los sectores relacionados con "value" vienen perdiendo terreno frente al índice.

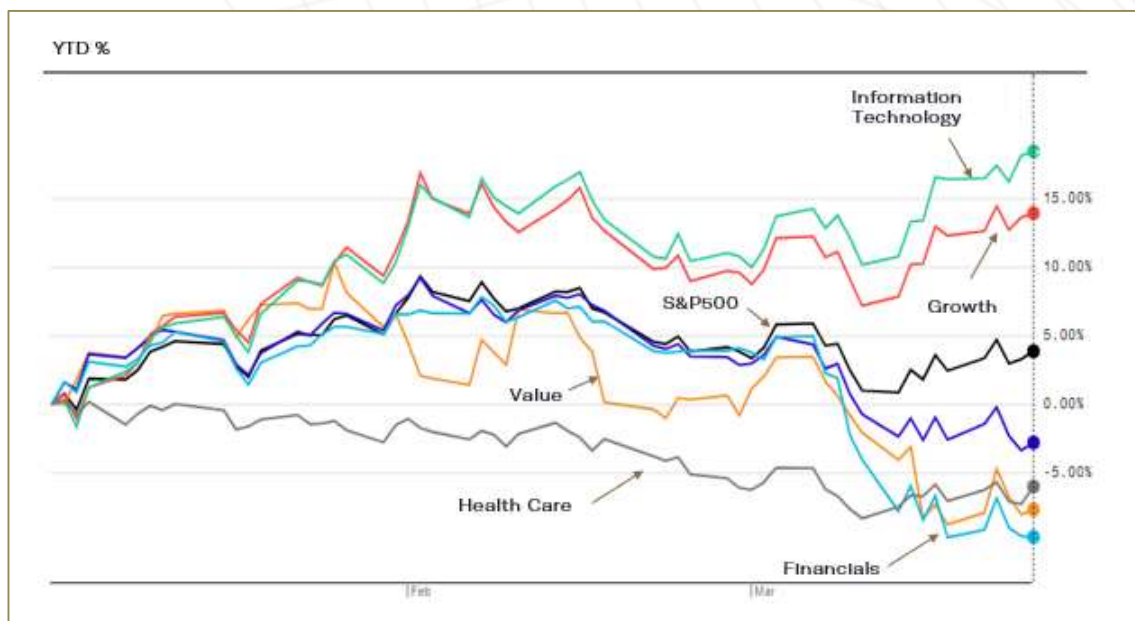
Como también ya comentamos en el reporte anterior, hay más de una razón que explica dicho comportamiento. Sin embargo, queremos reforzar el concepto estratégico, más aún cuando el propio Jerome Powell ha dado los indicios que el final del alza de tasas estaría cerca.

Por lo tanto, más allá del debate de si existirá o no un incremento adicional de la tasa y si la transición del terreno restrictivo al neutral de la misma, será este año o el próximo, se va confirmando que mientras que el 2022 fue el año de la desaceleración económica y que en el 2023 sería casi inevitable una recesión, el 2024 sería el año de la etapa de recuperación del ciclo económico.

De ser ese el escenario base, como es sabido el mercado no opera en base a la realidad del momento, sino que de acuerdo al escenario que se imagina que ocurrirá hacia adelante. De esa forma, durante el 2022 el mercado operó en términos de la recesión que podría ocurrir durante 2023 y en ese sentido los sectores más defensivos fueron "health care", "utilities" y "consumer staples".

**Siendo supuestamente el 2023 el año de la recesión y el 2024 el de la recuperación económica, tiene sentido un posicionamiento estratégico donde se genere una rotación hacia sectores más relacionados con "growth".** Por lo tanto, consideramos que lo ocurrido durante el primer tramo del 2023 no se trata de una rotación circunstancial, sino que podría ser un fenómeno tendencial que se mantenga durante buena parte del año.

**Figura n°9: S&P500 versus Sectores**



Fuente: en base a Bloomberg

