

16 de mayo de 2023

# Weekly Global Outlook

## “Debt Ceiling” – A la espera de un acuerdo

Durante la semana pasada se dieron a conocer el IPC y los precios al productor de abril. La información del IPC estuvo en línea con lo esperado y los precios al productor generaron una sorpresa positiva. **Estas noticias contribuyen a que aumente la probabilidad de una pausa en la suba de tasas en la reunión del FOMC del 14 de junio. No obstante, es importante recordar que el indicador más relevante de inflación es el PCE el cual recién se dará a conocer el 25 de mayo.**

**Joe Biden nominó a Philip Jefferson como vicepresidente de la Reserva Federal.** Se descuenta que el Senado aprobaría su designación. Es considerado un “halcón” moderado al igual que John Williams (presidente de la Reserva de New York y vicepresidente del FOMC). Jefferson junto con Powell y Williams pasan a ser los tres funcionarios más importantes en la definición de la política monetaria de EE.UU. En el apartado de economía se detallan declaraciones recientes de Jefferson, Williams, Waller y Bullard.

**Biden junto a Kevin McCarthy-PR (presidente de la Cámara de Representantes) y Chuck Schumer-PD (líder de la mayoría en el Senado) son los líderes de la negociación del debate por el incremento en el “Debt Ceiling”** (límite de endeudamiento). Janet Yellen, responsable del Tesoro ha declarado que a comienzos de junio se quedaría sin recursos, por lo que **comienza a acotarse el tiempo para la negociación.** Más detalles en el apartado de economía.

**La demora en alcanzar el acuerdo está teniendo algunas implicancias en el tramo corto y medio de la curva de rendimientos de los instrumentos de la deuda del Tesoro de EE.UU.** En el apartado de renta fija se puede apreciar su empinamiento reciente.

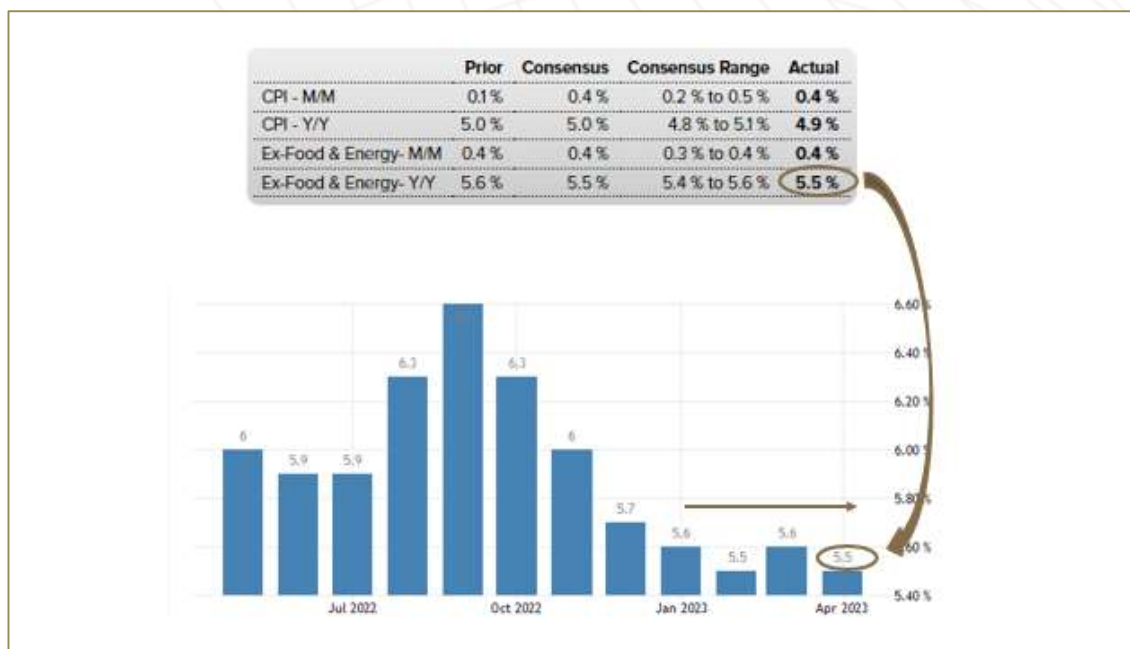
**El S&P500 mantiene el comportamiento lateralizado que comenzó al inicio de marzo.** Mientras que la zona de 4.100/4.200 se ha instalado como una resistencia lapidaria, hay argumentos técnicos, económicos y de los “fundamentals” de las compañías, para seguir proyectando un escenario constructivo de mediano plazo.

## ECONOMÍA

La publicación del **IPC correspondiente a abril** no generó ni sorpresas positivas, ni negativas. Si focalizamos nuestra atención en la variación interanual de la definición "core", es decir sin alimentos ni energía, **la cifra publicada fue 5,5% completamente en línea con lo esperado.**

Del gráfico de barras de la figura n°1 podemos extraer algunas conclusiones: 1) el último dato publicado significó una ligera desaceleración con respecto a la lectura anterior. Eso es relevante porque aumenta la probabilidad de una pausa en la suba de tasas en la reunión del FOMC en junio, 2) pese a la desaceleración con respecto al mes anterior, se puede observar también que durante los primeros 4 meses del 2023, esta definición de inflación se ha estabilizado en un ritmo del 5,5%/5,6%, lo cual confirma la situación de inflación "sticky" (pegajosa), la cual sigue explicada básicamente por los precios de los servicios e imposibilita al FOMC pensar en una baja de tasas, al menos en el corto plazo.

**Figura n°1: IPC**

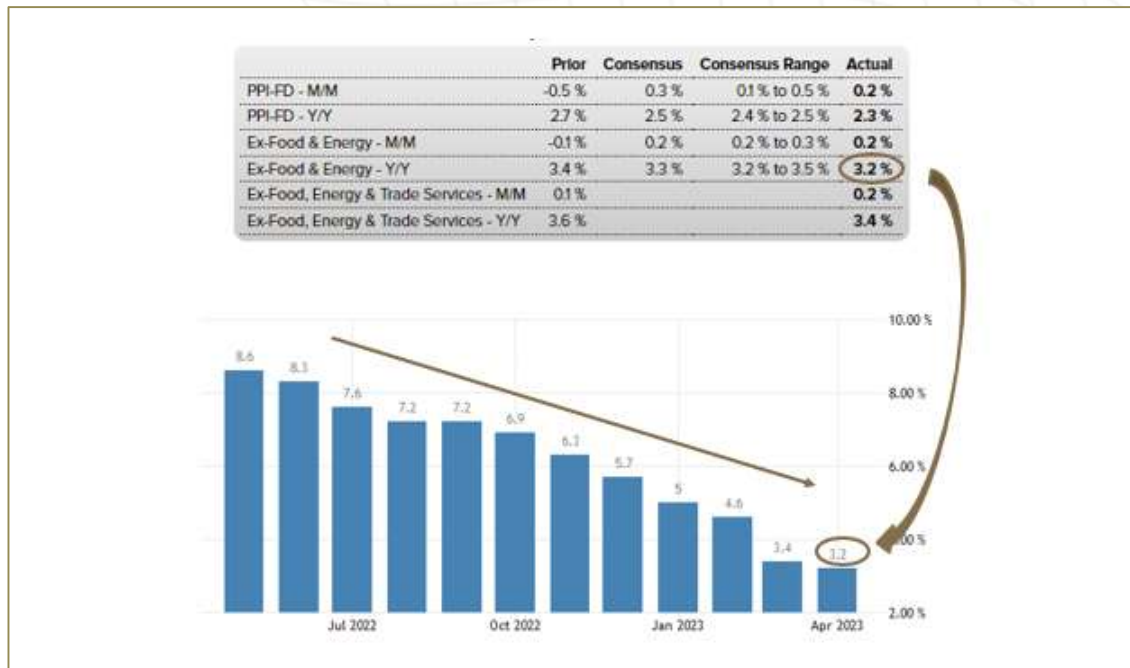


Fuente: en base a Econoday & Trading Economic

También se dieron a conocer los **precios al productor de abril**. Su variación interanual para la definición "core", mostró una sorpresa positiva con respecto a la esperada (3,2% vs. 3,3%). Además, representó una desaceleración con respecto a la lectura anterior (3,2% vs. 3,4%), lo cual se puede apreciar en el gráfico de barras de la figura n°2.

En dicho gráfico se puede observar también que se sigue confirmando una clara tendencia de desaceleración que se viene verificando desde hace más de un año. Si dudas, este dato es positivo, pero no debemos olvidar que los precios al productor tienen una composición distinta al IPC y al PCE, que es el índice más importante de medición de la inflación según el FOMC. Por lo tanto, **debemos ser cautos en la lectura de los precios al productor para extrapolar su tendencia con respecto al PCE.**

**Figura n°2: Precios al Productor**



Fuente: en base a Econoday & Trading Economic

Durante la semana, se generaron varias noticias relacionadas con la Reserva Federal. En primer lugar, **Joe Biden eligió a Philip Jefferson como vicepresidente de la Fed** y a Adriana Kugler, como la primera hispana en formar parte del directorio. Vale la pena recordar, que la vicepresidencia estaba vacante desde febrero, cuando Lael Brainard renunció para convertirse en la principal asesora económica de Biden.

**Jefferson ya formaba parte del directorio hace más de un año.** Ahora se espera el tratamiento en el Senado. Sin embargo, se descuenta que ambos tendrían suficiente respaldo. El año pasado cuando fue elegido Jefferson, obtuvo 91 votos a favor contra 7. Kugler cuando fue postulada al Banco Mundial, fue aceptada por unanimidad. Biden también anunció que piensa volver a nominar a Lisa Cook por un mandato completo de 14 años. Ella se encuentra en el organismo, pero ocupando un período no vencido que finalizará el 31 de enero de 2024.

De esta forma **Jefferson se convierte junto con Powell y con John Williams (presidente de la Reserva de New York y vicepresidente del FOMC) en uno de los tres integrantes más importantes de la Fed en las definiciones de política monetaria.**

Destacando algunos detalles de su perfil, Jefferson votó a favor de todos los aumentos de tasa, desde que se incorporó al organismo. Ha coincidido con Powell que el desempleo probablemente tenga que aumentar para reducir la inflación y llevarla al objetivo de 2%. También ha enfatizado la necesidad de mantener bajo control las expectativas de inflación, caso contrario las empresas buscarán compensar cobrando precios más altos y los trabajadores exigiendo aumentos salariales. Por todos estos aspectos **es considerado "halcón", pero moderado al igual que Williams.**

En declaraciones recientes, más precisamente del 9 de mayo, **Jefferson comentó que la economía de EE.UU. se está desacelerando de una manera ordenada**, que debería permitir que la inflación disminuya mientras que continúe el crecimiento, lo cual puede interpretarse como que **aún le asigna probabilidad al escenario del "soft landing"** evitando la "mild recession". En dicha presentación no hizo comentarios sobre su postura sobre el futuro de la tasa de interés. Con respecto al endurecimiento reciente de los estándares crediticios, comentó que lo reflejado en la encuesta SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey) lo considera típico de donde se encuentra EE.UU. en el ciclo económico y en parte natural por el endurecimiento monetario de la Fed.

El 9 de mayo **también realizó declaraciones John Williams.** Lo más remarcado de sus declaraciones fue que **estima que es prematuro considerar que la Fed ponga fin a las subas de tasas, con una inflación aún alta.** En línea con lo expresado por Powell en la última conferencia de prensa, afirmó que la Fed estará atenta a la información económica y de ser considerado apropiado, reafirmará con políticas adicionales. Quizás uno de los aspectos más relevante de sus declaraciones y que también están completamente con lo expresado por Powell, **Williams no ve ninguna razón para reducir las tasas de interés este año.**

Completamente en línea con lo expresado por Powell, Williams dijo que la Fed no tiene una agenda para la consolidación del sistema bancario y que ven con buenos ojos que existan bancos de distintos tamaños. Reconoció que, si bien pueden existir algunos bancos con inconvenientes, el sistema en su conjunto está sólido. Con respecto a su proyección de inflación, espera que el PCE medido en forma interanual llegue al 3,25% hacia fines de año y que recién alcance el objetivo del 2% en 2025. Con respecto al desempleo estima que debería subir al 4,0/4,5% este año.

El jueves también hizo declaraciones el integrante del directorio de la Fed, Chris Waller, pero su presentación estuvo orientada al cambio climático y potenciales impactos sobre el sistema financiero, el cual considera que no representa un riesgo grave.

En ese sentido se le ha pedido a seis de las instituciones financieras más importantes de los EE.UU., Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan, Morgan Stanley y Wells Fargo, que evalúen el impacto de huracanes, incendios forestales, olas de calor y temperaturas promedio más altas en las carteras de préstamos inmobiliarios residenciales y comerciales durante el próximo año.

El considerado más "hawkish" de la Fed, **James Bullard** (presidente de la Reserva Federal de St. Louis), a quien no le corresponde votar este año en el FOMC, **cerró la semana resaltando que las perspectivas de desinflación son buenas, pero que no están garantizadas**

Fiel a su perfil "hawkish", dijo que la política monetaria se encuentra ahora en el extremo inferior de lo que podría decirse que es lo suficientemente restrictivo dadas las condiciones macroeconómicas actuales. Según sus estimaciones, las familias tienen alrededor de USD 400.000 MM más de ahorros que los que tenían previo a la pandemia, lo que representa que se podría generar más inflación y que la tasa dependerá de los datos entrantes. **Con respecto a una pausa en la suba de tasas en junio, dijo que él tiene la mente abierta, pero que la tasa deberá aumentar aún más.**

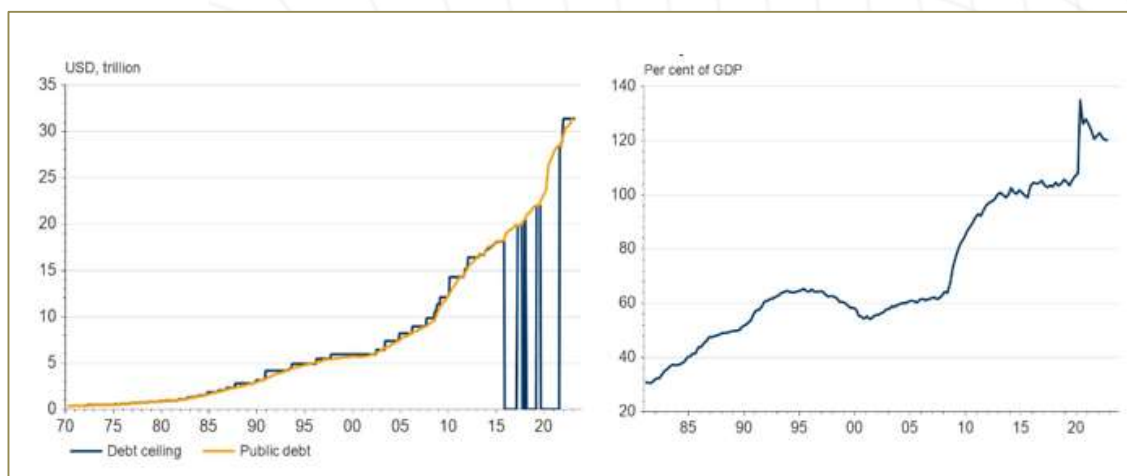
**Focalizando en lo que se ha convertido en el mayor riesgo de corto plazo, las negociaciones sobre el "Debt Ceiling" (techo de endeudamiento) no lograron el acuerdo durante la semana pasada.**

Si bien parece poco probable que no se pueda llegar a un acuerdo, es notable que teniendo las consecuencias temerarias que podría llegar a tener dicho evento, las negociaciones tengan que llegar a las instancias que están llegando. Sin embargo, **no es la primera vez que ocurre y quizás la experiencia reciente más compleja sea la que tuvo lugar en 2011** cuando también había una administración demócrata (Barack Obama) y los líderes republicanos en el Congreso extendieron la negociación a un punto tal que se debió recurrir a un cierre parcial del gobierno y ante tales desprolijidades, **la calificadora de riesgo Standard & Poor's decidió rebajar el "rating crediticio AAA" de la deuda del Tesoro de EE.UU., llevándola a AA+.**

Durante la semana tuvieron lugar reuniones en las cuales se dice que se generaron algunos avances, pero no se pudo llegar a un acuerdo. **Los protagonistas de las reuniones han sido Joe Biden (presidente de EE.UU.), Kevin McCarthy (presidente de la Cámara de Representantes, miembro del Partido Republicano) y Chuck Schumer (líder de la mayoría en el Senado, miembro del Partido Demócrata).** La secretaria de prensa de la Casa Blanca, Karine Jean-Pierre, dijo el viernes que los equipos técnicos seguirían las conversaciones durante el fin de semana.

**De acuerdo a las declaraciones de Janet Yellen, titular del Tesoro, el dinero se agotaría a comienzos de junio, lo que se ha dado en llamar el "x-date".** De los USD 333.000 MM disponibles para medidas extraordinarias a comienzos de año, con los cuales se ha venido evitando el "default", quedaban al viernes 12 de mayo USD 88.000 MM.

**Figura n°3: Límite de Endeudamiento – Deuda Pública en USD TT y % del PBI**



Fuente: en base a Refinitiv Datastream/Fathom Consulting

El Partido Republicano aprobó una legislación que elevaría el límite de endeudamiento, pero a cambio de la reducción de partidas presupuestarias. Dicha propuesta es rechazada por Biden quien se ha negado, al menos inicialmente, a negociar en forma conjunta el límite del endeudamiento y conceptos del gasto.

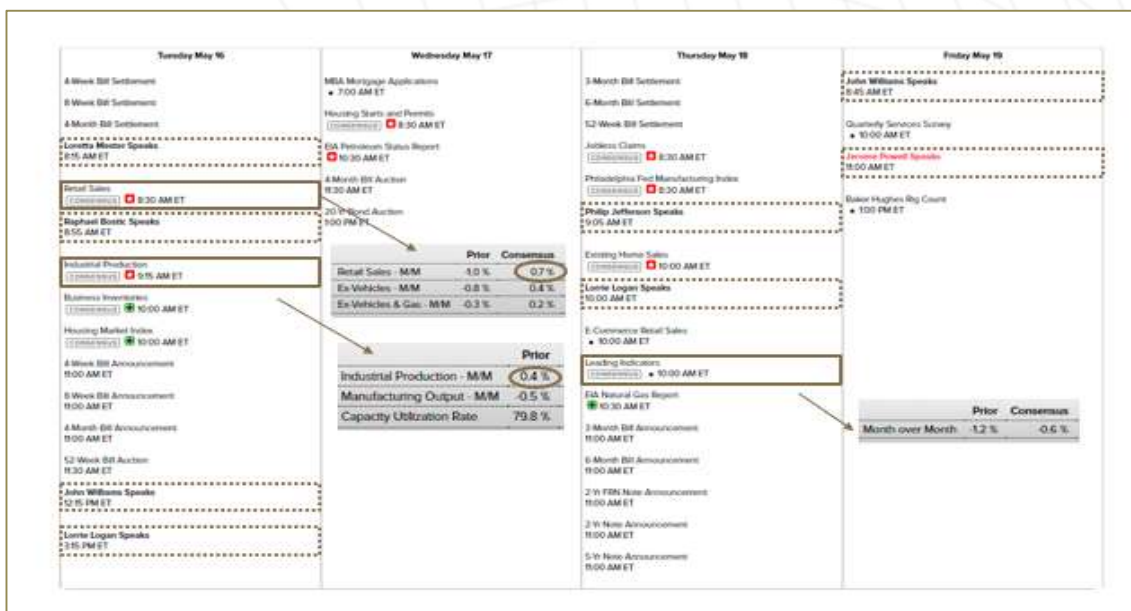
Como alternativa a la negociación, Biden ha amenazado con invocar a la enmienda 14 de la Constitución para seguir haciendo frente a los gastos. También se ha hablado de intentar lograr un acuerdo temporal, mientras se sigue negociando. Otra alternativa es la emisión de una moneda de USD 1 trillón.

Paralelamente, en el caso que el acuerdo en el Congreso falle ya se comienza a especular con que gastos se definirían como prioritarios para seguir pagando. Se plantea que en el caso de 2011 la Fed le había solicitado al Tesoro darles prioridad a los vencimientos de renta y amortización de la deuda. Por el momento, Yellen no le ha presentado formalmente a Biden un plan de priorización de gastos a honrar. Plantea que la energía hay que ponerla en la negociación en el Congreso y que un default es un evento que no ocurre en el Tesoro de EE.UU. desde 1789.

Con respecto al calendario económico, esta semana no tiene agendada la publicación de indicadores económicos que sean de mayor trascendencia. Como se puede observar en la figura n°4, se pueden destacar las ventas minoristas, la producción industrial y los indicadores líderes.

Además de la problemática del "debt ceiling", probablemente la mayor atención esté focalizada en las presentaciones de los distintos miembros de la Reserva Federal que tienen agendadas presentaciones durante esta semana, Loretta Mester, Raphael Bostic, John Williams, Lorrie Logan, Philip Jefferson y cierra la semana Jerome Powell.

**Figura n°4: Calendario Económico**



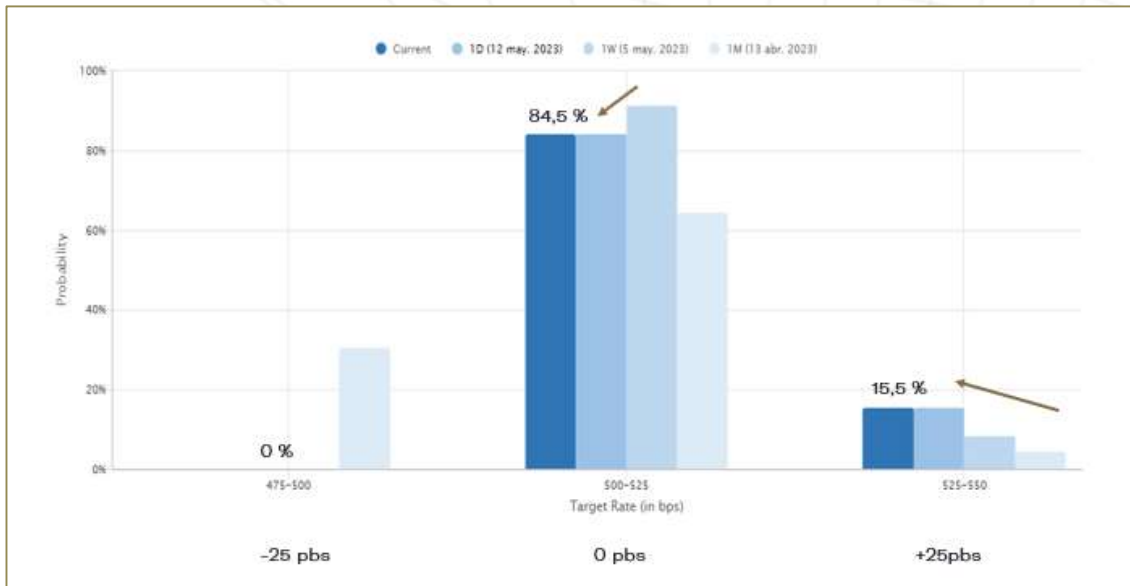
Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Como se aprecia en la figura n°5, si bien el mercado sigue considerando que en la reunión del FOMC de junio, se concretaría la primera pausa en el proceso de subas de la tasa de política monetaria, su probabilidad (84,5%) se ha reducido ligeramente con respecto a un par de semanas cuando se la consideraba en algo más del 90%.

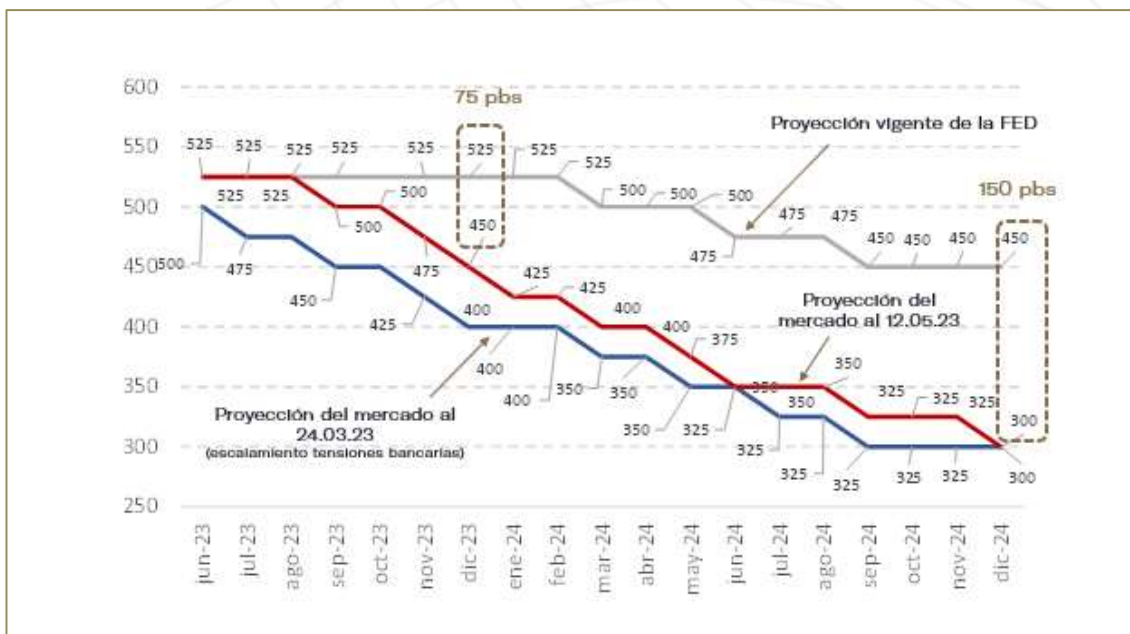
Sin embargo, como se puede observar en la figura n°6, seguimos planteando que el debate más importante sobre las expectativas de tasas, es que el mercado se está imaginando un sendero de bajas que Powell ha planteado que no es lo que piensa la Fed y que la semana pasada lo ha ratificado John Williams (presidente de la Reserva Federal de New York y vicepresidente del FOMC).

**Figura n°5: Expectativas Reunión del FOMC – 14 de junio (en pbs.)**



Fuente: en base al CME Fed Watch Tool

**Figura n°6: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)**



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



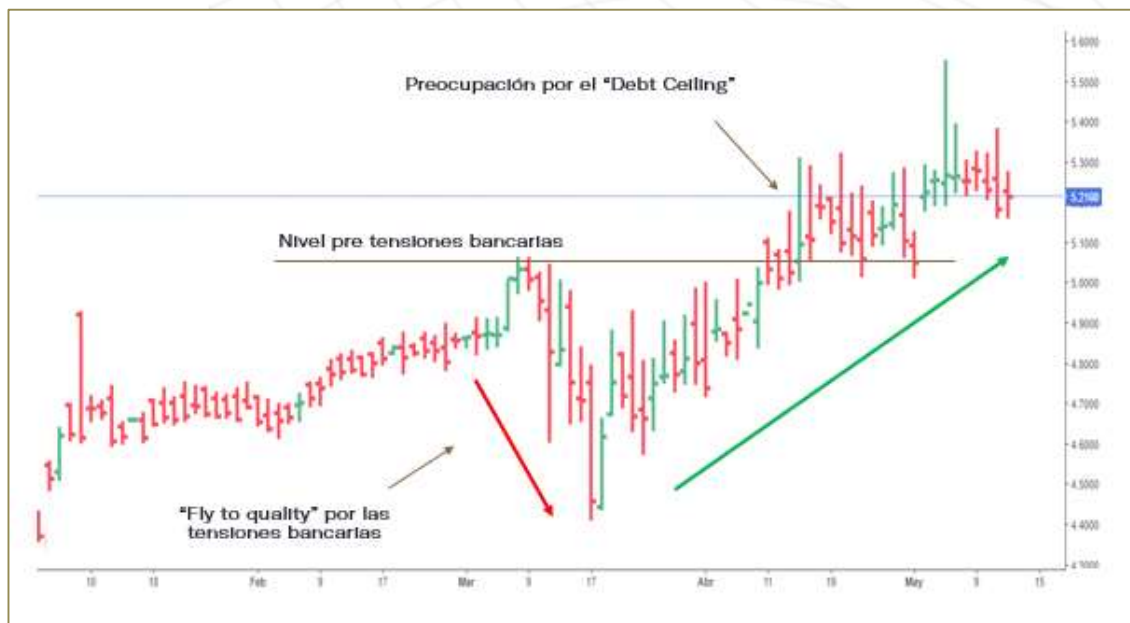
## RENTA FIJA

Las preocupaciones sobre el “debt ceiling” están generando algunas implicancias sobre el mercado de renta fija. **Si bien se estima que la probabilidad de no llegar a un acuerdo es muy baja, se observan algunas alteraciones sobre todo en el tramo corto de la curva de rendimientos de los instrumentos de la deuda del Tesoro.**

En la figura n°7 se puede apreciar la evolución reciente del rendimiento de la letra a 3 meses del Tesoro. Durante marzo, dicho rendimiento se redujo fruto del proceso de “fly to quality” que provocaron las tensiones bancarias, pero en la medida que las mismas se fueron morigerando, el rendimiento regresó al nivel pre tensiones bancarias y luego siguió subiendo como consecuencia de las preocupaciones asociadas a un fracaso en las negociaciones por el “debt ceiling”.

Teniendo en cuenta este fenómeno, quizás para aquellas posiciones de “cash” que se piensen invertir en este tipo de instrumentos, convendría demorar la decisión hasta disipar, al menos parcialmente, la incertidumbre. El costo de oportunidad de demorar la inversión podría estar compensado por la posibilidad de acceder a la misma con un mayor descuento.

**Figura n°7: Renta Fija – Deuda del Tesoro de EE.UU. a 3 meses (%)**



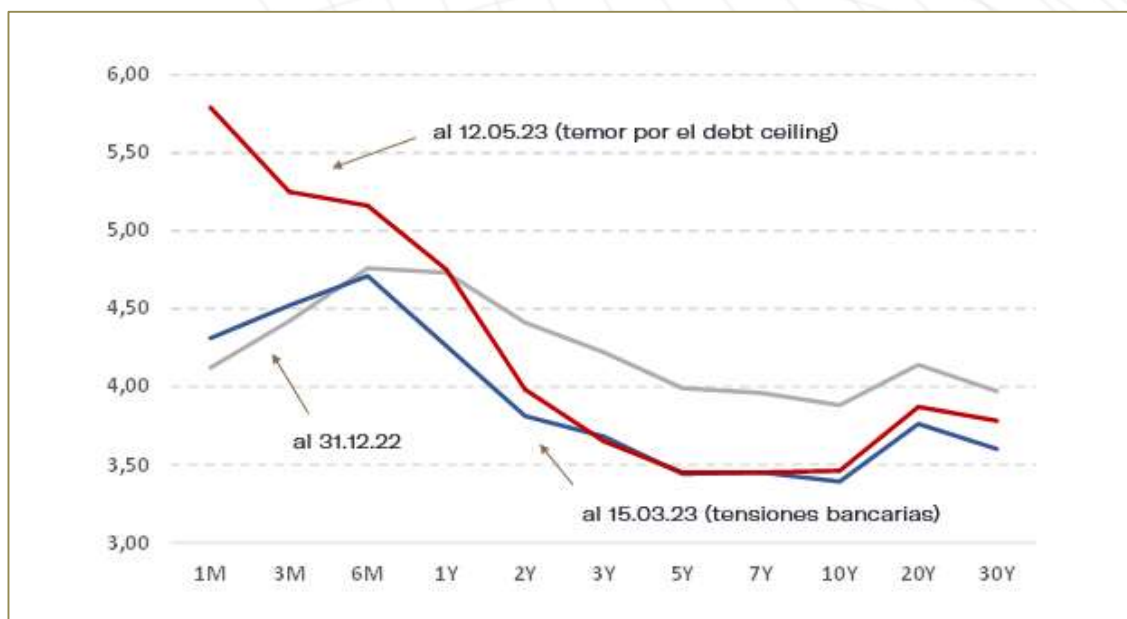
Fuente: en base a Investing

En la figura n°8 se puede observar como el fenómeno se destaca más aún en el rendimiento del instrumento a un mes.

En dicha figura se grafican la curva a fines del 2022 (gris), la curva en el momento de las tensiones (azul) donde se puede apreciar una compresión más marcada en el tramo medio y largo. Por último, la curva al viernes 12 de mayo (rojo).

Si comparamos las curvas de color rojo y azul, **se destaca el empinamiento de la curva en el tramo corto y medio**. Si bien los movimientos en las tasas se podrían decir que son acotados si los comparamos con los movimientos de la curva argentina, es interesante observar que el mercado está cuantificando el fenómeno. En la medida que el debate se dilate en el tiempo, entendemos que el empinamiento podría ser mayor. Obviamente, en el caso de comenzar a llegar a un acuerdo, los rendimientos bajarán.

**Figura n°8: Renta Fija – Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.**



Fuente: en base a Bloomberg

## S&P500

Seguimos manteniendo el mismo escenario de las últimas semanas. De fondo entendemos que hay razones técnicas, económicas y de los "fundamentals" de las compañías como para establecer un escenario de mediano plazo constructivo, el cual expresamos en la figura n°9 con la forma de un canal alcista de mediano plazo.

También es indudable que la zona de 4.100/4.200 sigue siendo una resistencia lapidaria que ha imposibilitado que tanto a fines de enero, como el 1º de mayo, el S&P500 pudiese perforarla. Desde el punto de vista económico el disparador de la posibilidad de poder ser superada está asociado a que el escenario de "mild recession" deje de ser el de mayor probabilidad y que finalmente tanto Powell como Jefferson tengan razón y que la inflación pueda ser finalmente controlada con un "soft landing".

Desde el punto de vista técnico, como se puede apreciar en la mencionada figura, la señal de venta en el MACD sigue estando vigente, así como también la divergencia bajista en el RSI. A su vez, la lateralización que está registrando el índice desde comienzos de marzo parece estar formando un diamante. Para quienes estén más familiarizados con este tipo de análisis sabrán que el diamante es una clásica figura de reversión de tendencia. En este caso, el mercado ha ingresado al mismo con un movimiento alcista que se inició a mediados de marzo. Por lo tanto, es una señal técnica más que contribuye a la lectura de la posibilidad de un "pull back".

**Figura n°9: S&P500 – Lectura técnica**

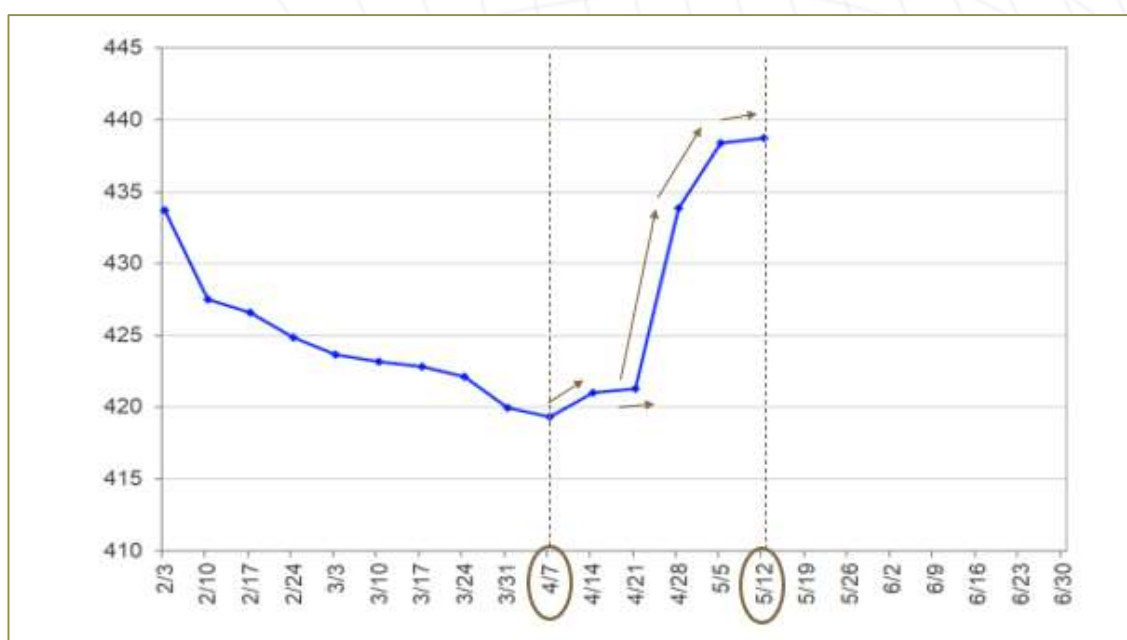


Fuente: en base a Investing

Ahora bien, así como seguimos advirtiendo sobre la posibilidad de una corrección acotada en el mercado, por eso hablamos de un "pull back", también seguimos diciendo que hay sustancia para argumentar que el mercado tiene "fundamentals" para acotar dicha corrección.

Como se puede observar en la figura n°10 las perspectivas de las ganancias han seguido mejorando. Ante la percepción de una "mild recession", los analistas de compañías fueron bajando sus estimaciones de ganancias desde hace varios meses. De acuerdo a Refinitiv, dicho fenómeno encontró un punto de inflexión durante los primeros días de abril, momento en el cual las estimaciones de ganancias comenzaron a descontar que el "timing" de la eventual recesión se demoraría en el tiempo y al tiempo que el nivel de sorpresas positivas en la temporada de resultados del 1T23 fue superando los promedios históricos.

**Figura n°10: S&P500 – 23Q1 – Ganancias ponderadas por acciones (USD BB)**

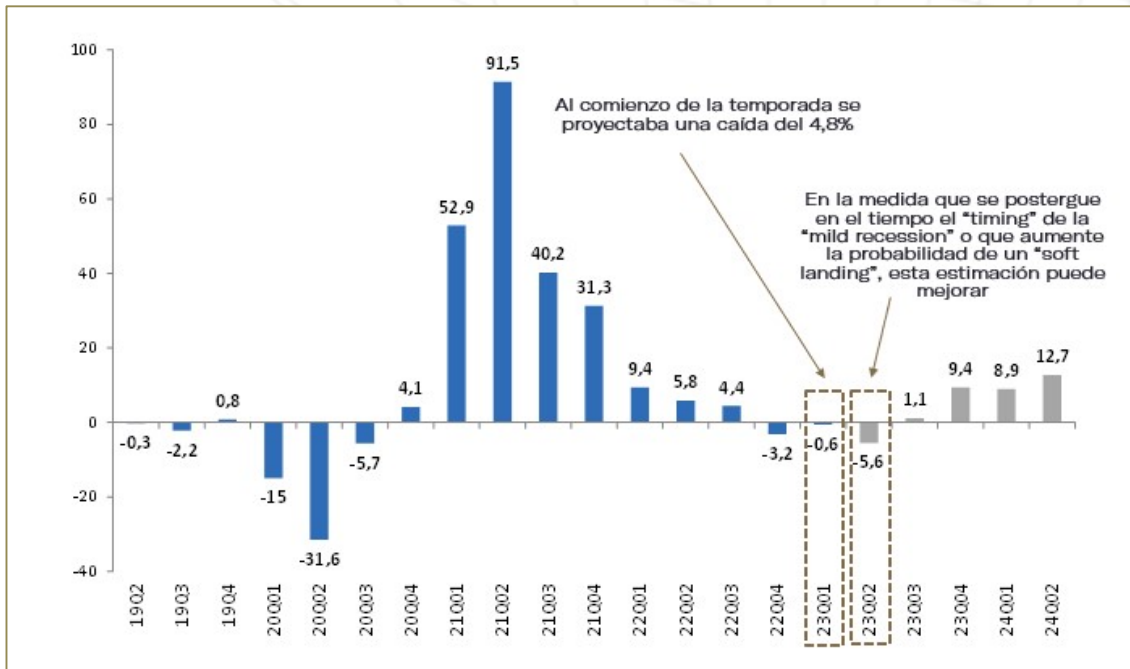


Fuente: en base a Refinitiv

En dicha figura se puede observar que, **si bien se observa una cierta desaceleración durante la última semana, la tendencia ha seguido siendo alcista y la estimación de la caída de las ganancias con respecto al 1T22 se redujo ligeramente de 0,7% a 0,6%. No obstante, el dato relevante es que al comienzo de la temporada la percepción de esta caída era del 4,8%.**

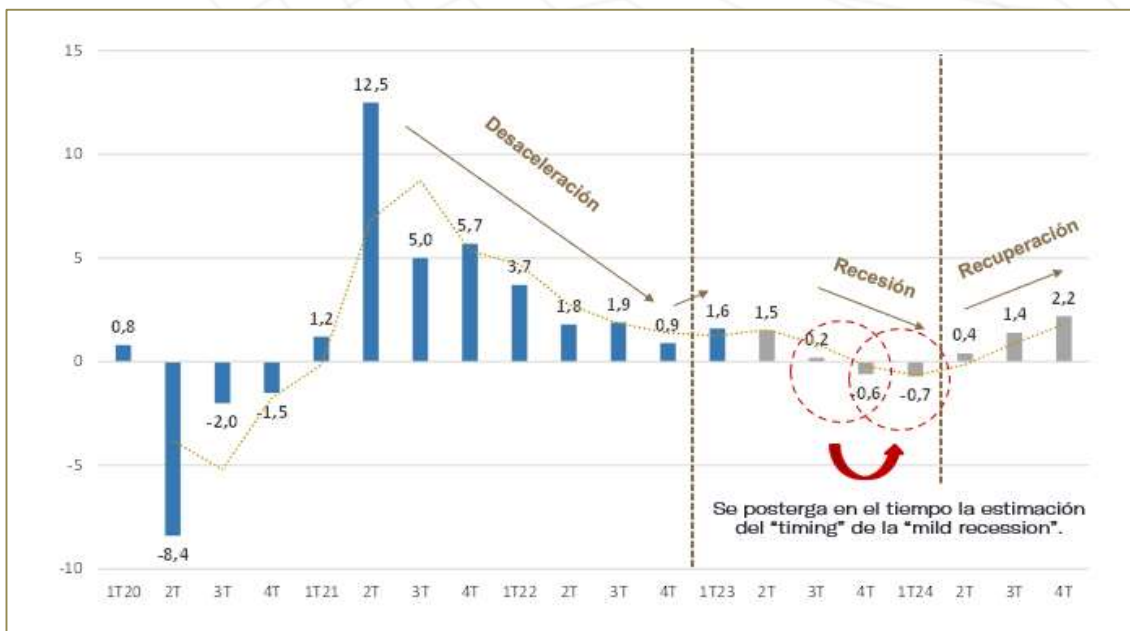
Sobre la misma fuente de Refinitiv, en la figura n°11 se destaca que la variación proyectada para el 2T23 sería de una caída del 5,6%. En la medida que se vaya consolidando la percepción que el timing de la eventual "mild recession" se demora en el tiempo, como se destaca en el figura n°12, la caída podría estar sobreestimada.

Figura nº11: S&P500 – Variación de las ganancias por trimestre (Y/Y%)



Fuente: en base a Refinitiv

Figura nº12: S&P500 – Variación del PBI por trimestre (Y/Y%)



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.