

15 de agosto de 2023

# Weekly Global Outlook

## Los desafíos del Programa Financiero del Tesoro

La noticia económica más relevante de la semana pasada fue la **publicación del IPC**. La **variación interanual de la definición "core" quedó ligeramente por debajo del consenso de expectativas**, definiendo un evento positivo (4,7% vs. 4,8%). Además, si bien los precios relacionados con la vivienda y los servicios mano de obra intensivos, siguen teniendo un comportamiento que está por encima de la definición "core", el aspecto favorable es que han comenzado a mostrar señales de desaceleración.

Los funcionarios del FOMC de la Reserva Federal parecen estar divididos sobre si deberían terminar con los aumentos de tasas, por lo que **la publicación de las minutas puede ofrecer información relevante esta semana sobre el futuro de la tasa**.

El mercado parece estar digiriendo la noticia de la reducción de la calificación de la deuda de largo plazo de EE.UU. por parte de Fitch. Sin embargo, **las preocupaciones sobre las necesidades financieras del Tesoro para lo que resta del año se van convirtiendo en un evento para tener en cuenta**. La realidad es que el comprador marginal de los instrumentos de deuda del Tesoro ha estado cambiando. Claramente no es la Reserva Federal y ha disminuido la inversión extranjera. La demanda se centra en el sector privado, pero los bancos ven menguada su demanda ante la desaceleración en el crecimiento de los préstamos.

Haciendo foco en lo ocurrido **durante los últimos días, el mercado de bonos se enfrentó a su primera prueba, con USD 103.000 millones colocados en bonos a 3, 10 y 30 años. La emisión a 3 años tuvo una fuerte demanda con un "bid to cover ratio" de 2,90. Las emisiones a 10 y 30 años generaron menos atracción con "ratios" de 2,56 y 2,42 respectivamente.**

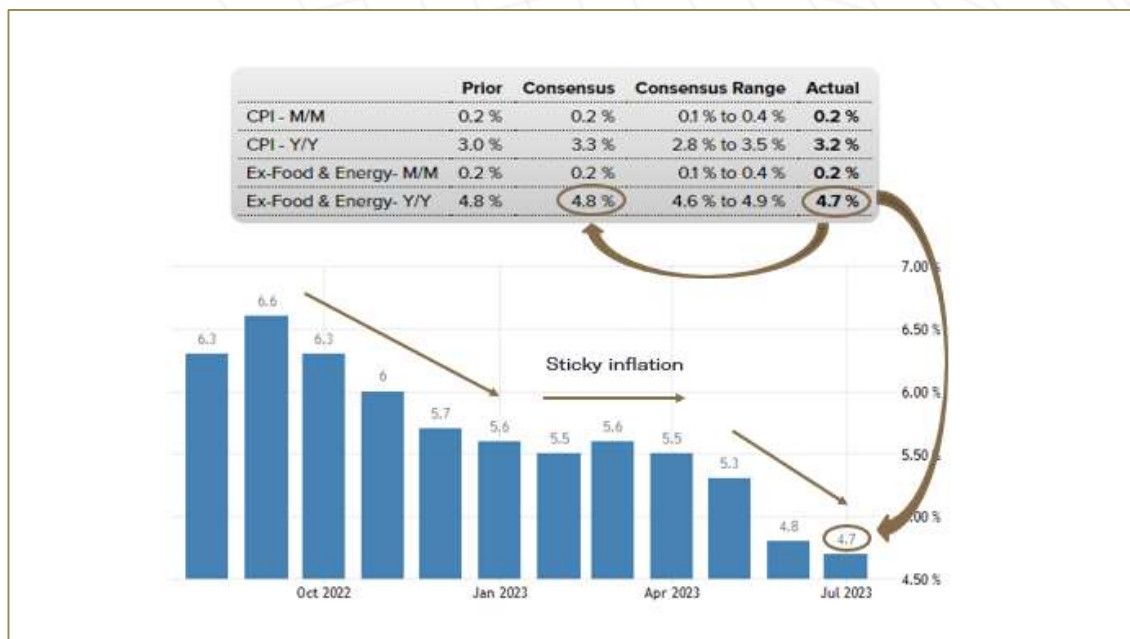
En el reporte anterior planteamos que, si bien mantenemos un escenario constructivo de mediano plazo, **entendemos que en el corto plazo el S&P500 transitaría una lateralización o eventualmente un "pull back"**. Por el momento, nuestro escenario base asigna más probabilidad a la lateralización, requiriendo monitorear una serie de datos para entender si dicha lectura se mantiene o pierde probabilidad de ocurrencia.

## ECONOMÍA

La noticia económica más relevante de la semana pasada fue la publicación del IPC. De acuerdo al BLS (Bureau of Labor Statistics), como se puede observar en la figura n°1, la variación interanual de la definición "core" quedó ligeramente por debajo del consenso de expectativas relevado por Econoday, que a su vez coincidía con la lectura previa (4,7% vs. 4,8%).

Si bien la disminución no fue muy significativa, lo relevante de la situación es que la medición de julio ayuda a confirmar la señal generada por la lectura de junio, en el sentido de perforar la meseta que se había generado desde diciembre del año pasado en un nivel cercano al 5,6%, siendo interpretado como un nivel pegajoso ("sticky inflation"), difícil de perforar.

Figura n°1: IPC



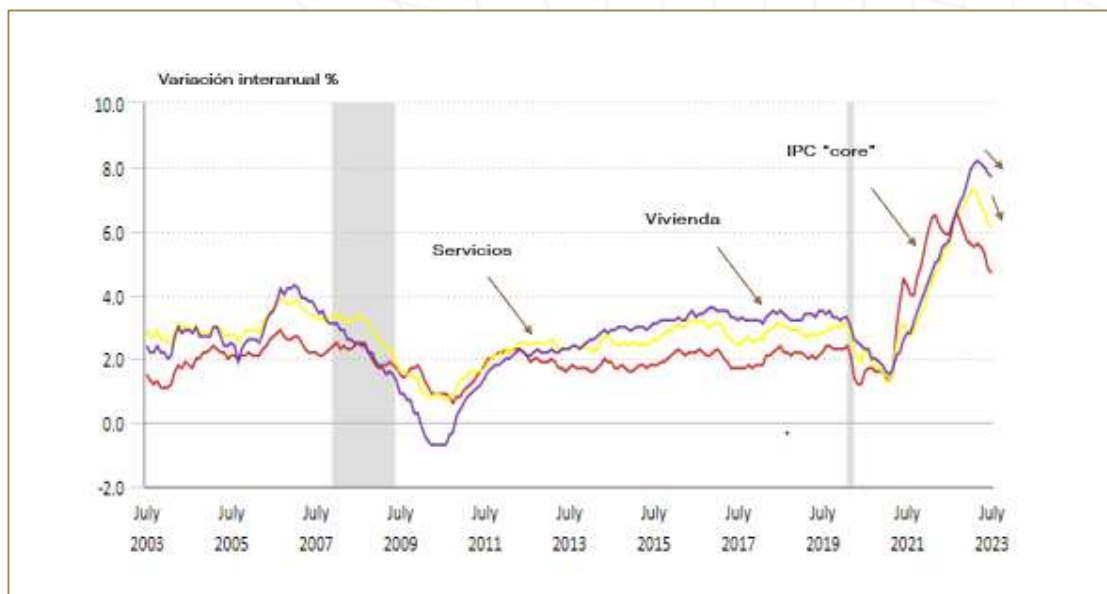
Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Según la misma fuente, del 0,2% que el índice general aumentó durante julio, el 90% de dicho incremento estuvo explicado por los precios relacionados con la vivienda, los cuales representan el 32,39% del índice.

Como ya ha explicado Jerome Powell en sus últimas conferencias de prensa, tanto los precios relacionados con el sector vivienda, así como también los servicios mano de obra intensivos, son vistos como los precios que sostienen el comportamiento del núcleo ("core") de la inflación.

En la figura nº2 se puede apreciar que, si bien estos dos conjuntos de precios siguen teniendo un comportamiento que está por encima de la definición "core", y más que triplican el objetivo del 2%, el aspecto favorable es que han comenzado a mostrar señales de desaceleración.

**Figura nº2: Variación Interanual del IPC "core" vs. Vivienda y Servicios**



Fuente: en base al Bureau of Labor Statistics

Aunque de menor relevancia, vale la pena un breve comentario sobre el índice de "Confianza del Consumidor", elaborado por la universidad de Michigan. Como se puede apreciar en la figura nº3, el dato publicado quedó ligeramente por debajo del consenso de expectativas (71,2 vs. 71,3), así como también de la lectura anterior (71,6). No obstante, como destaca Joanne Hsu, director a cargo de su seguimiento, el índice se encuentra 42% por encima del mínimo histórico (junio de 2022) y su tendencia parece acercarlo a la media histórica de 86.

El gasto del consumidor sigue siendo el elemento vital de la economía de EE.UU. y representa casi dos tercios de la actividad económica. Durante el último año, el consumo se ha visto respaldado por un mercado laboral robusto, ganancias salariales más fuertes en casi cuarenta años y ahorros generados durante la pandemia. Sin embargo, estos vientos de cola podrían comenzar a desvanecerse, en la medida que el exceso de reserva de ahorro probablemente se vaya agotando en lo que resta del año.

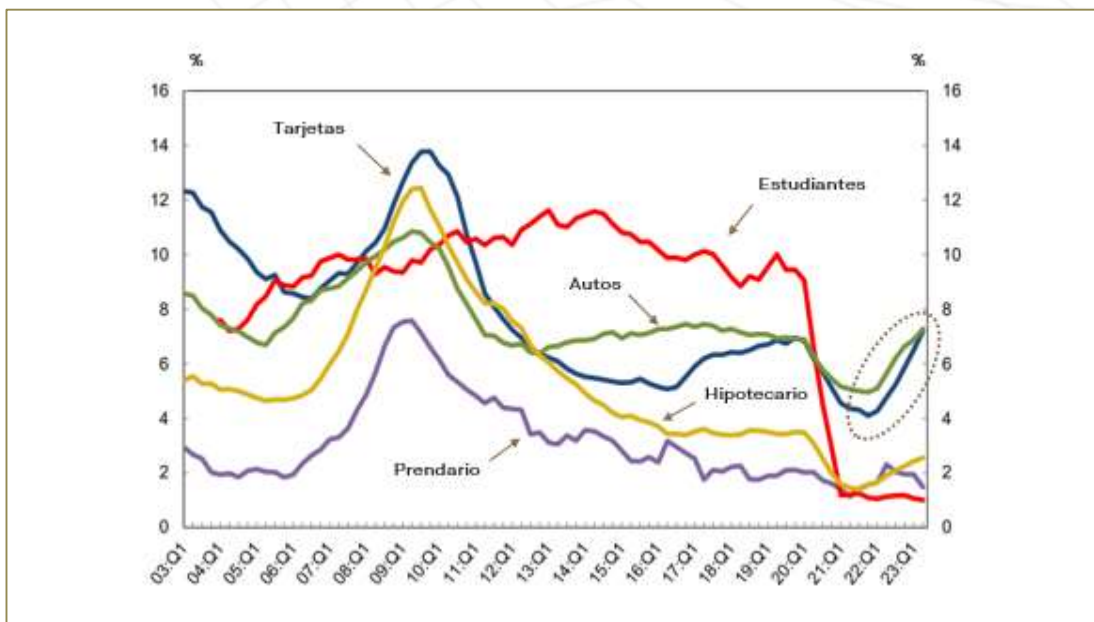
De acuerdo al reporte trimestral sobre la deuda y el crédito de los hogares, elaborado por la Reserva Federal de New York, **se puede observar un aumento en la morosidad, aunque desde niveles bajos, en los saldos de tarjetas de crédito y préstamos hipotecarios y para la compra de autos.**

**Figura n°3: Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Michigan**



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

**Figura n°4: Morosidad de distintas clases de Préstamos (%)**



Fuente: en base al Reserva Federal de New York



Con respecto al calendario económico, probablemente la noticia económica más importante de la semana sea la publicación de las minutas de la última reunión del FOMC (miércoles). También se publicarán algunos indicadores relacionados con el nivel de actividad como las ventas minoristas (martes) y la producción industrial (miércoles).

Relacionado con las perspectivas del ciclo económico, el índice de Indicadores Líderes de The Conference Board se publicará el jueves.

En el actual contexto de mayor preocupación por las necesidades financieras del Tesoro, el jueves se darán a conocer las condiciones de emisión de las próximas emisiones de notas a 2 años a tasa flotante, bonos a 20 años y TIPS a 30 años.

Figura n°5: Calendario Económico

Tuesday Aug 15	Wednesday Aug 16	Thursday Aug 17	Friday Aug 18
4-Week Bill Settlement	MBA Mortgage Applications ● 7:00 AM ET	3-Month Bill Settlement	Quarterly Services Survey ● 10:00 AM ET
8-Week Bill Settlement	Housing Starts and Permits (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET	6-Month Bill Settlement	Baker Hughes Rig Count ● 1:00 PM ET
4-Month Bill Settlement	Industrial Production (CONSENSUS) ● 9:15 AM ET	Jobless Claim (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET	
5-Yr Note Settlement	Atlanta Fed Business Inflation Expectations ● 10:00 AM ET	Philadelphia Fed Manufacturing Index (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET	
10-Yr Note Settlement	EIA Petroleum Status Report ● 10:30 AM ET	E-Commerce Retail Sales ● 10:00 AM ET	
30-Yr Bond Settlement	4-Month Bill Auction 11:30 AM ET	Leading Indicators (CONSENSUS) ● 10:00 AM ET	
Retail Sales (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET	FOMC Minutes ● 2:00 PM ET	EIA Natural Gas Report ● 10:30 AM ET	
Empire State Manufacturing Index (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET		3-Month Bill Announcement 11:00 AM ET	
Import and Export Prices (CONSENSUS) ● 8:30 AM ET		6-Month Bill Announcement 11:00 AM ET	
Business Inventories (CONSENSUS) ● 10:00 AM ET		20-Yr FRN Note Announcement 11:00 AM ET	
Housing Market Index (CONSENSUS) ● 10:00 AM ET		20-Yr Bond Announcement 11:00 AM ET	
4-Week Bill Announcement 11:00 AM ET		30-Yr TIPS Announcement 11:00 AM ET	
8-Week Bill Announcement 11:00 AM ET		4-Week Bill Auction 11:30 AM ET	
4-Month Bill Announcement 11:00 AM ET		8-Week Bill Auction 11:30 AM ET	
Treasury International Capital ● 4:00 PM ET			

Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Luego de la publicación del IPC, Mary Daly, presidenta de la Fed de San Francisco, destacó que a la Reserva Federal todavía le queda trabajo por hacer para alcanzar el 2% objetivo de inflación. Si bien Daly no vota este año, dijo que ella “apoyó mucho” la suba de tasas, aunque considera oportuno “no proyectar prematuramente” los próximos pasos.

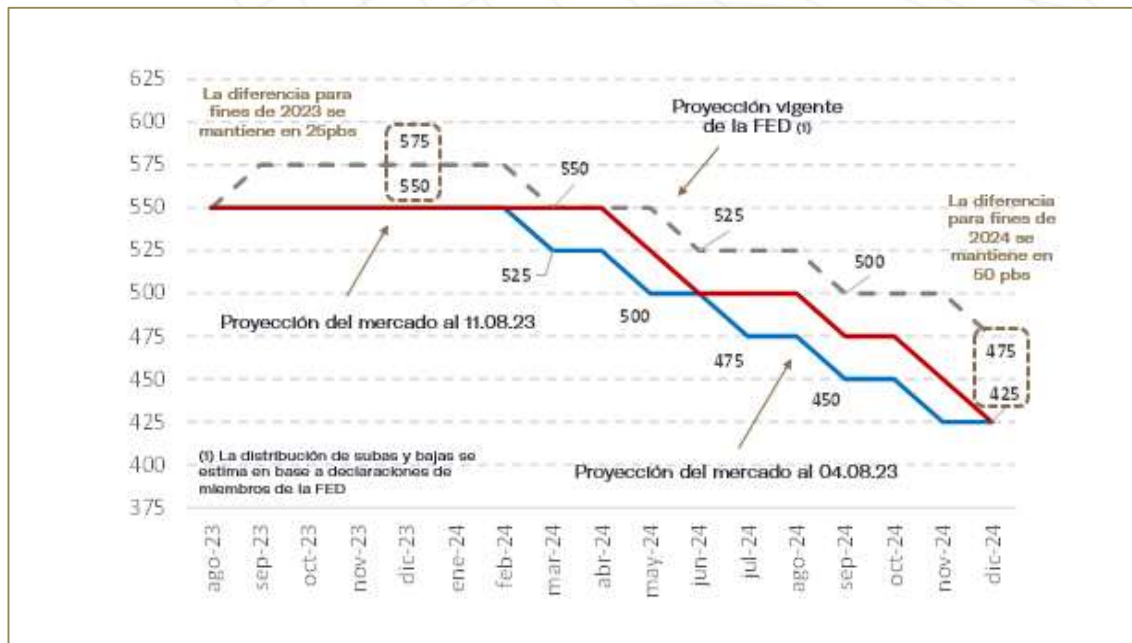
Los funcionarios del FOMC de la Fed parecen estar divididos sobre si se debería terminar con los aumentos de tasas, por lo que la publicación de las minutas puede ofrecer información adicional esta semana sobre el futuro de la tasa.

Recientemente, el presidente de la Fed de Filadelfia, Patrick Harker, dijo que el FOMC podría dejar de aumentar las tasas de interés siempre que no haya sorpresas en la economía, aunque las tasas deberían permanecer en sus niveles elevados actuales durante algún tiempo. Por su parte, Michelle Bowman, miembro del directorio de la Fed, reiteró que, en su opinión es posible que la Fed deba aumentar aún más las tasas para restaurar completamente la estabilidad de precios.

De acuerdo al Fed Watch Tool del Chicago Mercantile Exchange, el mercado sólo le asigna una probabilidad del 10%, a que el FOMC vuelva a subir su tasa de política monetaria en la reunión del 20 de septiembre.

Por lo tanto, para el cierre de 2023 se mantiene una diferencia de 25pbs entre la proyección vigente del FOMC y las expectativas del mercado. En lo que se refiere a 2024, se mantiene una diferencia de 50 pbs entre ambas ópticas. No obstante, como se destaca en la figura n°6, durante la semana pasada el mercado ha modificado su visión en cuanto a los tiempos en el proceso de reducción de la tasa de política monetaria.

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



Fuente: en base al SEP de la Reserva Federal y al Fed Watch Tool del CME

## RENTA FIJA

Luego de la sorpresa inicial, el mercado parece estar digiriendo la noticia de la reducción de la calificación de la deuda de largo plazo de EE.UU. por parte de Fitch. Sin embargo, **las preocupaciones sobre las necesidades financieras del Tesoro para lo que resta del año se van convirtiendo en un evento para tener en cuenta.**

Como comentamos en el reporte anterior, Fitch anunció su decisión un día después que el Tesoro anunciara su estimación de colocación de deuda para lo que resta del año, con la impresionante cifra de USD 1,85 trillones americanos, equivalentes al 7% del PBI. Más en detalle, el Tesoro elevó sus necesidades para el trimestre julio-septiembre en USD 274.000 millones, pasando de USD 733.000 millones anunciados el 1º de mayo a USD 1.007.000 millones. Las necesidades para el último trimestre del año serían de USD 852.000 millones.

Este aumento de necesidades de financiamiento se da en el marco de retracción en algunos integrantes que componen la demanda de los mismos. **Es sabido que la Reserva Federal viene ejecutando un programa de reducción de su hoja de balance**, el cual fue reconfirmado en la última reunión del FOMC de julio. Más aún, durante la conferencia de prensa, **Jerome Powell sugirió que la reducción del balance podría continuar incluso si la Fed comenzara a reducir su tasa de política monetaria.**

Es interesante resaltar algunos conceptos del informe firmado por Deirdre Dunn, presidente del TBAC (Comité Asesor de Financiamiento del Tesoro), presentado a Janet Yellen (responsable del Tesoro).

Entre otros temas, dicho informe destaca lo relevado por el SLOOS, la encuesta que elabora la Reserva Federal, en el sentido que los bancos continúan ajustando los estándares y elevando las tasas. Por lo tanto, **los datos agregados del balance bancario muestran una desaceleración sustancial en el crecimiento de los préstamos. Esta situación lleva a que pueda verse afectada la demanda potencial de bonos del Tesoro por parte de los bancos.**

Paralelamente, los mercados internacionales de renta fija se han centrado en los ajustes de política del Banco de Japón, tanto porque los bonos del gobierno japonés (JGB) pueden haber estado actuando como un ancla para los rendimientos de los bonos mundiales a largo plazo como porque los inversores japoneses tienen participaciones significativas de bonos del Tesoro de EE. UU.

El Banco de Japón anunció el 28 de julio que relajaría su política de control de la curva de rendimiento. Mientras que el 0,5% había sido un "límite rígido" en los rendimientos JGB a 10 años, ahora será una "referencia" con rendimientos a más largo plazo tolerados hasta el 1,0%. Si bien la reacción inicial del mercado fue tenue provocó un alza en los rendimientos.



**Por lo tanto, la realidad es que el comprador marginal de los instrumentos de deuda del Tesoro ha estado cambiando.** Claramente no es la Reserva Federal y **ha disminuido la demanda de extranjeros. La demanda se centra en el sector privado, pero los bancos ven menguada su demanda ante la situación comentada del mercado de crédito.**

De acuerdo al informe presentado a Yellen, aplicando el modelo de deuda óptima en el entorno actual de mercado, el comité le ha sugerido emitir una mayor proporción de FRN (notas a tasa flotante). También alentó a seguir emitiendo letras dado que el mercado de MMF ("money market funds") todavía tendría espacio significativo para absorber oferta adicional.

En línea con lo comentado previamente, al analizar la demanda reciente de bonos del Tesoro de EE. UU. en las subastas, el Comité observó que los fondos de inversión están absorbiendo un porcentaje cada vez mayor de la oferta, mientras que la participación extranjera se ha mantenido dentro de un rango limitado. Si bien la demanda de emisiones del Tesoro sigue siendo fuerte, el Comité consideró que los segmentos de 7 y 20 años pueden no soportar aumentos tan bien como otros puntos de la curva.

El Comité evaluó las ventajas y desventajas de tres escenarios de emisión: neutral, plazos más largos y plazos más cortos. Estos escenarios se ejecutaron antes del anuncio de las estimaciones de préstamos negociables a partir del 31 de julio de 2023. En todos los escenarios, la emisión de letras del Tesoro supera el 20 % en el corto plazo y la emisión de TIPS cae por debajo del 7 % en el mediano plazo.

El Comité luego discutió las recomendaciones financieras para el trimestre actual y los siguientes. Incluso en medio de modestos aumentos de cupón, se espera que la participación de las letras del Tesoro en la deuda en circulación aumente por encima del 20%, el tope del rango recomendado por el Comité.

El Comité discutió la composición de los aumentos del tamaño de los cupones en las subastas. Consideran que los cupones de todos los plazos deben aumentar, aunque están a favor de aumentar un poco menos los de 7 y 20 años. Si bien la mayoría de los miembros del Comité favorecieron aumentos a lo largo de la curva, algunos prefirieron aumentos más significativos en el extremo largo.

Con respecto a los TIPS, el Comité estimó más compleja su demanda. No obstante, el Tesoro debería considerar el rango de 7-9% recomendado anteriormente como uno flexible en el mediano plazo, dado el alcance de la emisión general necesaria.

A más largo plazo, podría resultar valioso estudiar más opciones, como un ajuste en el calendario de TIPS o un nuevo producto vinculado a la inflación, para ayudar a mantener el porcentaje de TIPS dentro del rango recomendado.



El Comité mantuvo un intenso debate sobre el ritmo de aumento de los cupones. Algunos miembros del comité estaban a favor de recomendar aumentos más significativos en el cuarto trimestre del año fiscal 2023. **Finalmente, Comité recomendó aumentos más modestos en los cupones, durante el cuarto trimestre del año fiscal 2023, como base sobre la cual construir en el primer trimestre del año fiscal 2024.** Dada la escala del cambio en las necesidades de endeudamiento pronosticadas, el Comité espera que las características clave de la deuda se desvíen de los rangos recomendados por TBAC.

Si bien el Comité considera que dicho desvío es necesario, sugiere que el Tesoro tome medidas para normalizar estas métricas con el tiempo. Por supuesto, dada la considerable incertidumbre que rodea a la economía y las necesidades de endeudamiento proyectadas, el Tesoro deberá mantener la flexibilidad en su enfoque.

Haciendo foco en lo ocurrido **durante los últimos días, el mercado de bonos se enfrentó a su primera prueba, con USD 103.000 millones colocados en bonos a 3, 10 y 30 años.** Como se detalla en la figura nº 7, **la emisión a 3 años tuvo una fuerte demanda con un "bid to cover ratio" de 2,90. Las emisiones a 10 y 30 años generaron menos atracción con "ratios" de 2,56 y 2,42 respectivamente.**

**Figura nº7: Licitaciones de Bonos del Tesoro de EE.UU.**

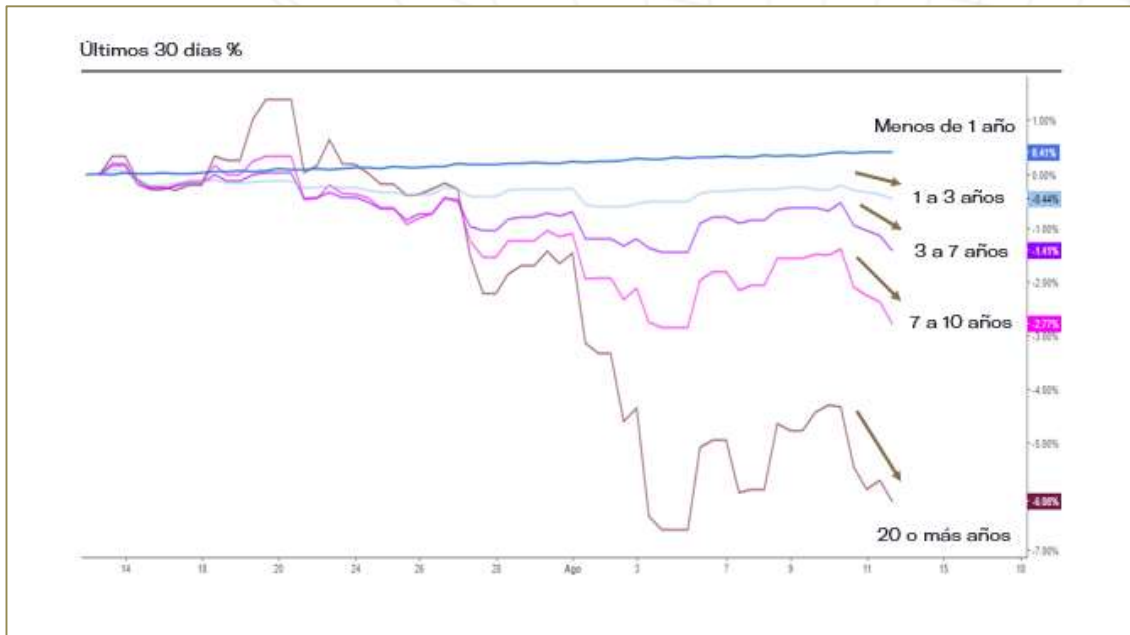
Fecha de Licitación	Plazo años	Tasa día anterior (1)	Tasa de cupón	Tasa máxima	Tasa día de cierre (2)	Monto colocado (3)	Bid to cover
08.08.23	3	4,440	4,375	4,398	4,360	42	2,90
09.08.23	10	4,020	3,875	3,999	4,000	38	2,56
10.08.23	30	4,180	4,125	4,189	4,250	23	2,42
Total						103	

(1) Valor del plazo de licitación en la "yield curve" del día anterior  
(2) Valor del plazo de licitación en la "yield curve" del día de cierre de la licitación  
(3) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

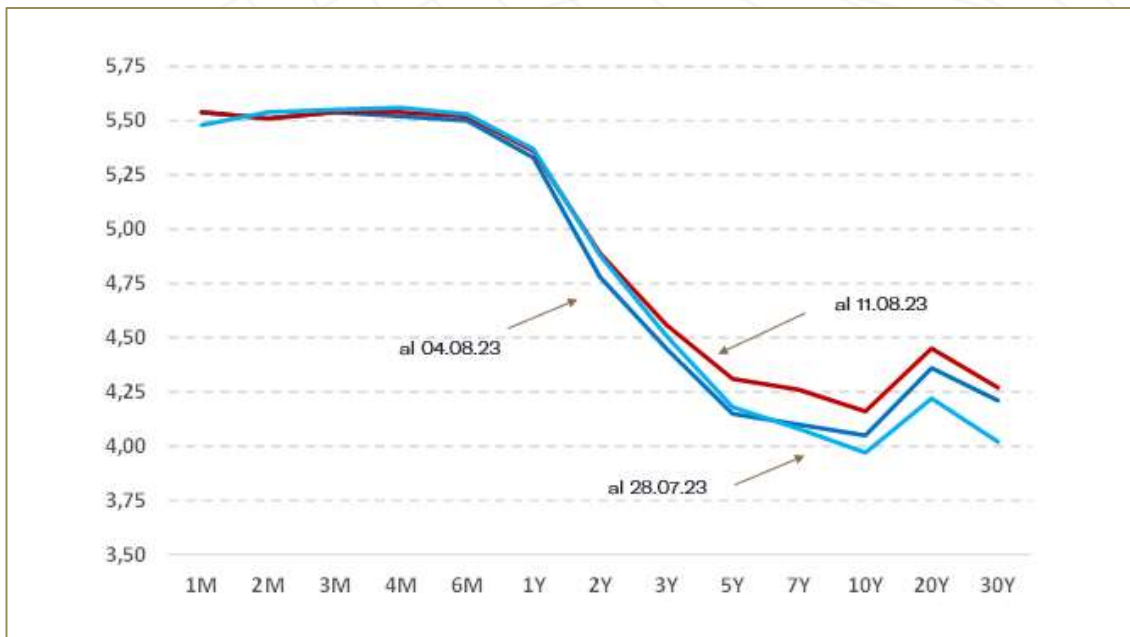
**Particularmente, la de 30 años tuvo lugar el jueves y en buena medida fue la culpable del comportamiento menos constructivo que tuvo el mercado en el cierre de la semana, como se puede apreciar en la figura nº8.**

**Figura nº8: Deuda del Tesoro de EE.UU. (evolución de sus precios según plazo)**



Fuente: en base a Investing

**Figura nº9: Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.**



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Con respecto al activo ritmo de colocación de letras, los "ratios" oscilaron entre 2,62 y 3,19. La más demandada fue la de 4 meses.

En este contexto, se puede apreciar en la figura n°9, como el tramo largo de la curva siguió ascendiendo la semana pasada con respecto al desplazamiento que ya se había observado en la semana previa.

## S&P500

En el reporte anterior planteamos que, **si bien mantenemos un escenario constructivo de mediano plazo, entendemos que en el corto plazo el S&P500 transitaría una lateralización o eventualmente un "pull back"**, como se detalla en la figura n°10.

**Figura n°10: S&P500 – Lectura técnica**



Fuente: en base a Investing

**Por el momento, nuestro escenario base asigna más probabilidad a la lateralización,** requiriendo monitorear una serie de datos para entender si dicha lectura se mantiene o pierde probabilidad de ocurrencia.



En ese sentido, desde el punto de vista del análisis técnico, planteamos que el nivel de 4.450 es el soporte potencial de la lateralización. Por el momento, ningún cierre diario lo ha perforado, pero el mínimo del intradiario del viernes 11 de agosto llegó a 4.443,98 encendiendo una luz amarilla.

Desde el punto de vista de la economía, es fundamental que no haya sorpresas negativas en los indicadores de inflación y del mercado laboral. En ese sentido, la reciente publicación del IPC aumenta la probabilidad de la lateralización. No obstante, tengamos en cuenta todo el desarrollo que hicimos en el apartado de "Renta Fija" sobre las preocupaciones que está generando el aumento de las necesidades de financiamiento del Tesoro, en un contexto donde se detecta cierta retracción en algunos integrantes de la demanda de los instrumentos de deuda del Tesoro.

El tercer aspecto que señalamos a tener en cuenta es como evolucionaría la temporada de publicación de resultados de las compañías. Con respecto a dicho tema, en la figura n°11 se puede observar que con 456 compañías que ya han presentado resultados, de las 500 que componen el índice, el porcentaje de sorpresas positivas ha descendido con respecto al viernes 4 de agosto (78,7% vs. 79,1), pero igualmente se mantiene en un nivel alto con respecto al promedio histórico (66,4%) y al promedio de los últimos cuatro trimestres.

**Figura n°11: S&P500 – 2T2023 Ganancias vs. Expectativas**

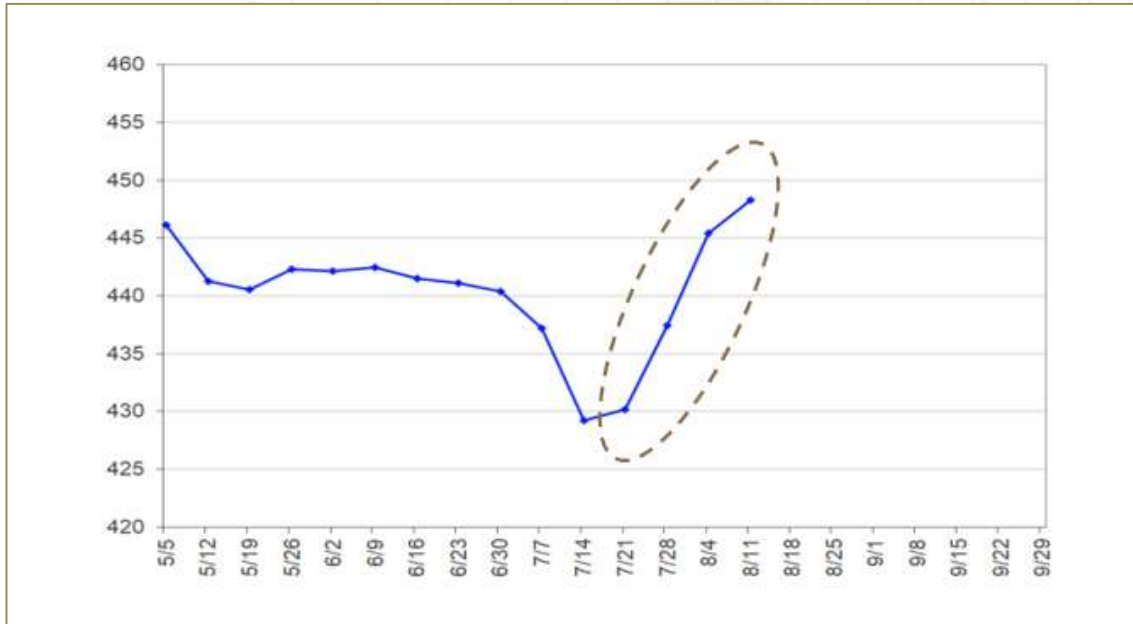
Sector	Index	Reported	%	Above %	Match %	Below %
Consumer Discretionary	53	44	83,0	84,1	2,3	13,6
Consumer Staples	37	27	73,0	85,2	3,7	11,1
Energy	23	23	100,0	73,9	8,7	17,4
Financials	72	70	97,2	70,0	5,7	24,3
Health Care	65	60	92,3	91,7	1,7	6,6
Industrials	75	72	96,0	75,0	6,9	18,1
Materials	29	28	96,6	75,0	3,6	21,4
Real Estate	31	31	100,0	64,5	16,1	19,4
Information Technology	65	51	78,5	92,2	2,0	5,8
Communication Services	20	20	100,0	85,0	0,0	15,0
Utilities	30	30	100,0	63,3	10,0	26,7
<b>S&amp;P 500</b>	<b>500</b>	<b>456</b>	<b>91,2</b>	<b>78,7</b>	<b>5,3</b>	<b>16,0</b>

Fuente: en base a Refinitiv



En este contexto, como era nuestra posición y se puede apreciar en la figura nº12, se siguen corrigiendo al alza las proyecciones de ganancias. Mientras que al comienzo de la temporada la proyección era una caída del 7% con respecto a igual trimestre del año pasado, la vigente al viernes 11 de agosto se redujo a una contracción del 3,8%.

**Figura nº12: S&P500 – Revisión de la Proyección de Ganancias**



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.