

19 de septiembre de 2023

Weekly Global Outlook

A la espera de las proyecciones de la FOMC, aumenta el riesgo del "Shutdown" (cierre del gobierno)

Durante los últimos días, se destacó la publicación del **IPC**. Como se descontaba, el nivel general mostró una aceleración con respecto a las mediciones previas. Sin embargo, **lo importante era lo que sucediese con la definición "core"**. En ese sentido, el dato publicado no sólo coincidió con el consenso de mercado, sino que significó una importante desaceleración. Por lo tanto, **la noticia fue constructiva para el mercado**.

De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, **el mercado descuenta** con una probabilidad del 99%, **que el FOMC dejará a su tasa de política monetaria sin cambios en la reunión de esta semana**. Nuestra lectura coincide con la apreciación del mercado, pero a nuestro juicio **lo relevante de la reunión será la actualización de las proyecciones económicas, en particular de la tasa de interés**.

La semana pasada el Tesoro realizó colocaciones a 3, 10 y 30 años. El mercado sigue mostrando una clara preferencia por corta "duration". **La colocación a 3 años logró un "bid to cover" de 2,75, frente al 2,52 de la colocación a 10 años y la de 30 años quedó por debajo del 2,50 (2,46)**.

La tasa a 10 años nuevamente se encuentre en la zona de máximos del año. **Nos enfrentamos al debate de si este aumento de la tasa a 10 años se trata de un "overshooting" de corto plazo**, como señalan algunos analistas y estrategas **o si se trata de una tendencia que**, habiendo comenzado en abril de este año, **aún no ha alcanzado sus máximos** como ya comentamos en reportes anteriores que es la interpretación de Lawrence Summers.

En este clima definido por el combo de "higher for longer" en lo que se refiere a la política monetaria de EE.UU., la reticencia del mercado de deuda a asumir más "duration" y solicitarle más tasa al Tesoro, y los aspectos técnicos y estacionales en el mercado de acciones, **se suma el creciente riesgo a un "shutdown", es decir a un cierre del gobierno federal**.

ECONOMÍA

Durante los últimos días, se publicaron varios indicadores de los cuales sobresale en importancia el IPC. Como descontaba el consenso de expectativas, y se puede apreciar en la figura n°1, **el índice nivel general mostró una aceleración con respecto a las mediciones previas**. En el caso de la medición mensual 0,6% versus 0,2% y en lo que respecta a la medición interanual 3,7% versus 3,2%.

Sin embargo, **lo importante era lo que sucediese con la definición "core"** y en particular la lectura interanual. En ese sentido, el dato publicado no sólo coincidió con el consenso de mercado, sino que significó una importante desaceleración con respecto a la medición anterior (4,3% versus 4,7%). Por lo tanto, podemos concluir que **la noticia fue constructiva para el mercado**.

Figura n°1: IPC

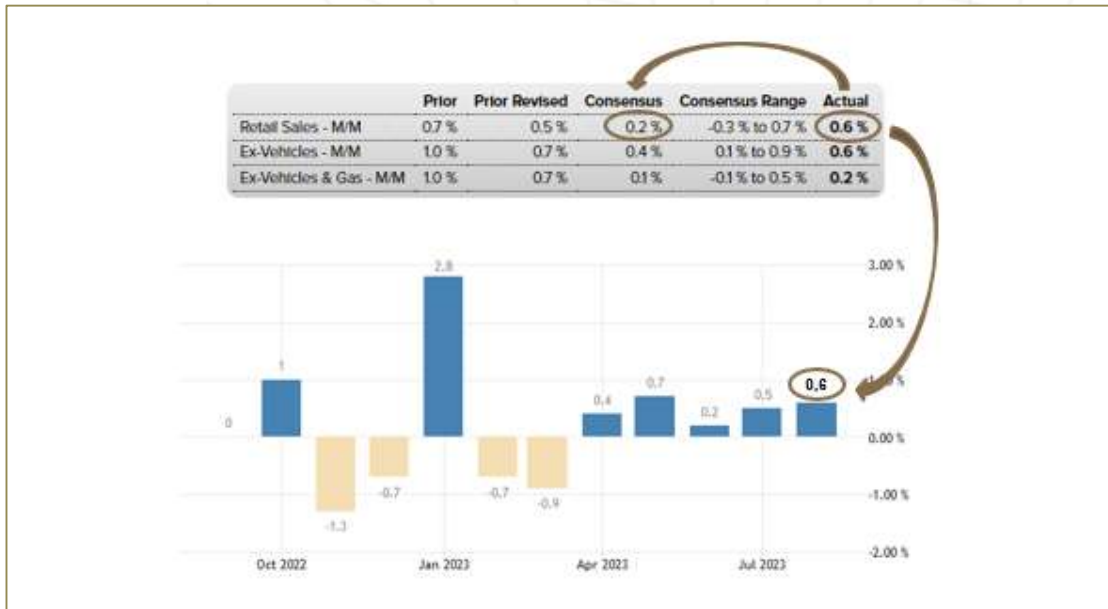


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

También consideramos relevante destacar que se publicaron dos datos importantes relacionados con el nivel de actividad, los cuales nuevamente sorprendieron demostrando la resiliencia que sigue teniendo la economía frente al endurecimiento de la política monetaria.

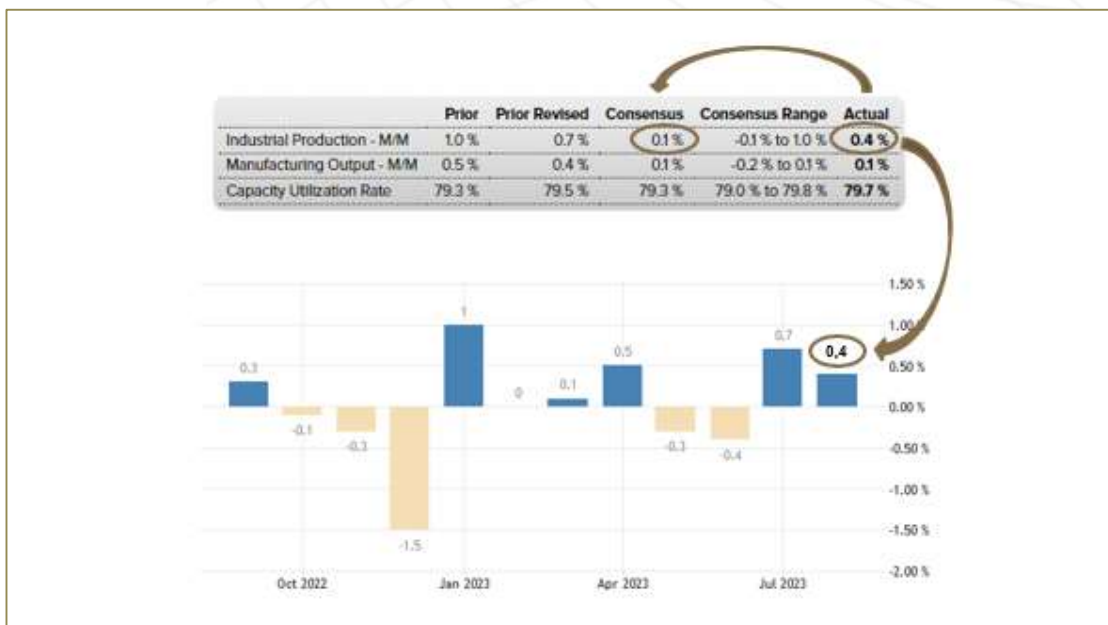
En la figura n°2 se puede observar que el dato publicado de ventas minoristas superó las expectativas (0,6% vs. 0,2%) y en la figura n°3 se destaca como la producción industrial también superó al consenso de expectativas (0,4% vs. 0,1%).

Figura n°2: Ventas Minoristas



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Figura n°3: Producción Industrial



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

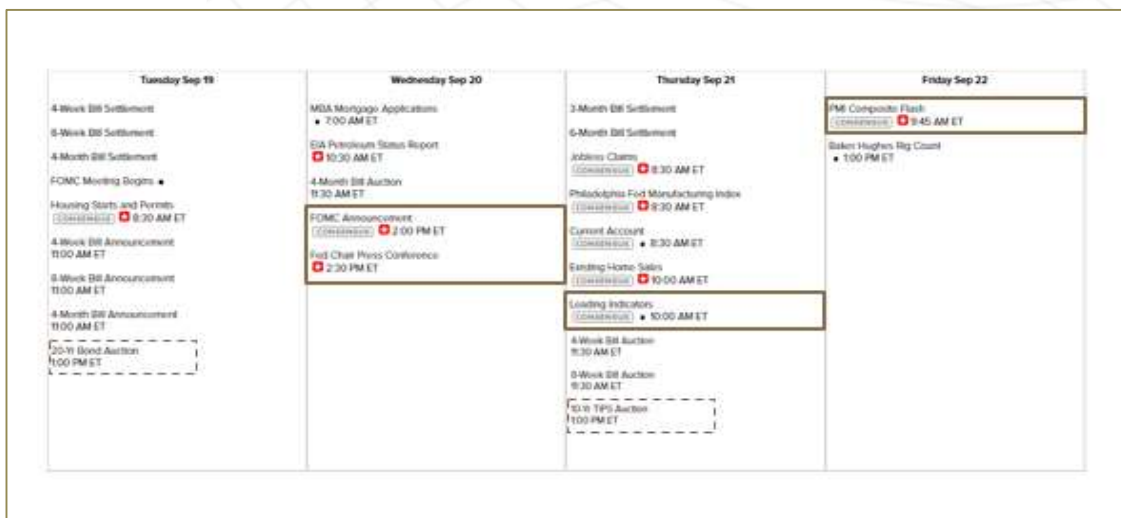
La combinación de datos de inflación que desaceleran a nivel “core” e indicadores de la economía real que demuestran la resiliencia de la misma, genera una señal constructiva en el sentido que **el FOMC de la Reserva Federal está logrando morigerar la inflación sin dañar a la economía.**

No obstante, la inflación aún se encuentra lejos de los objetivos de largo plazo. Además, mientras que la definición “core” genera señales positivas de desaceleración, el aumento de los combustibles ha impactado, al menos temporalmente, a nivel “headline” (general), así como también preocupa una cierta recuperación en los valores de alquileres que podría afectar la desaceleración de los precios de los servicios relacionados con la vivienda.

Por otro lado, seguramente esta semana en la conferencia de prensa de Jerome Powell se volverá a hablar de la incertidumbre que genera cual es la demora del impacto del endurecimiento monetario sobre el nivel de actividad. Este fenómeno está generando una posición en algunos analistas que sostienen que la tasa de interés ha perdido incidencia sobre la economía. Veremos que termina ocurriendo, dado que hay indicadores que siguen señalando la proximidad de una “mild recession” aunque el consenso actual es de un “soft landing” para comienzos de 2024.

En lo que respecta al calendario económico, en la figura n°4 se destaca **el evento más esperado** que **es la reunión del FOMC**, tema que desarrollamos en el siguiente apartado. Es interesante seguir el “Leading Indicators” de The Conference Board, dado que es uno de los indicadores anticipados más respetados sobre nivel de actividad. También es de relevancia sobre actividad económica el PMI Composite Flash a publicarse el viernes.

Figura n°4: Calendario Económico

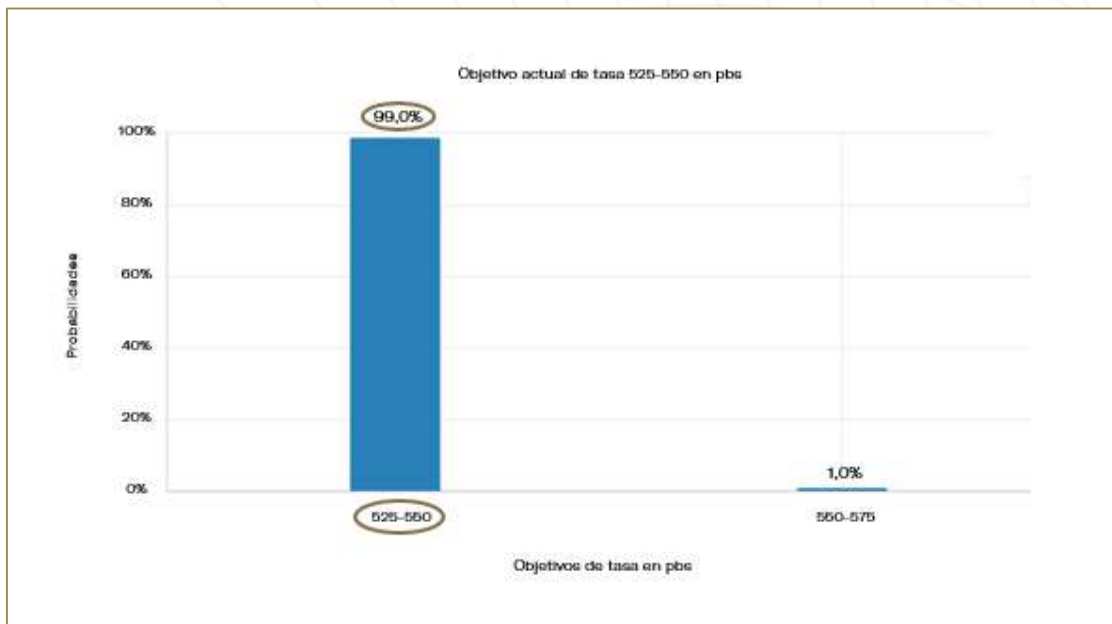


Fuente: en base a Econoday

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, **el mercado descuenta con una probabilidad del 99%,** como se destaca en la figura n°5, **que el FOMC dejará a su tasa de política monetaria sin cambios en la reunión de esta semana.**

Figura n°5: Probabilidades de Objetivos de Tasas para la reunión del 20.09.23



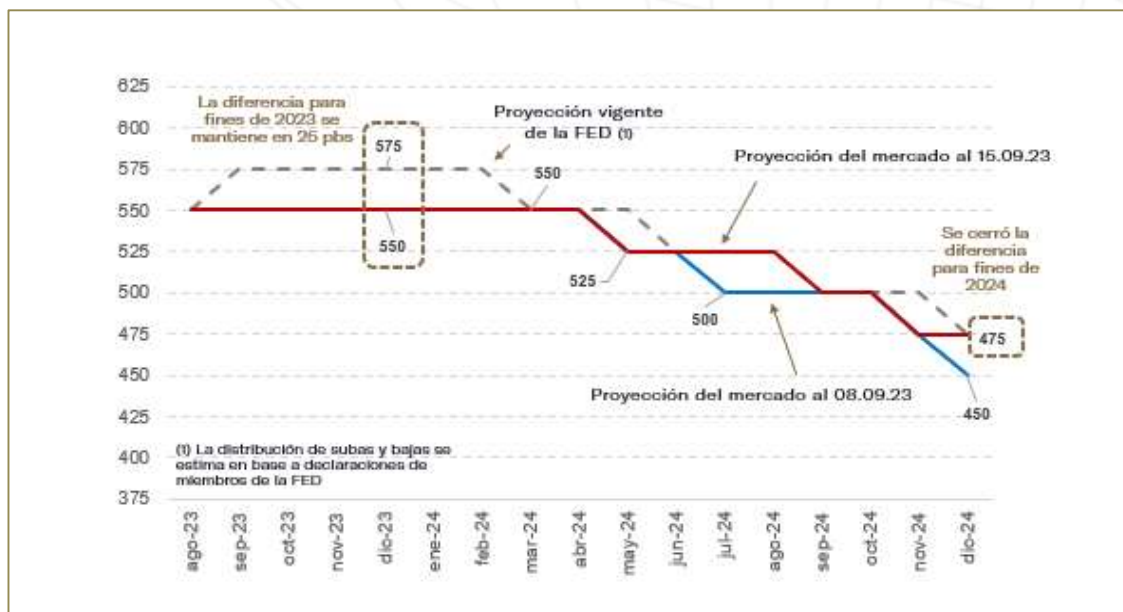
Fuente: en base al Fed Watch Tool del CME

Nuestra lectura coincide con la apreciación del mercado, pero **a nuestro juicio lo relevante de la reunión será la actualización del SEP (Summary of Economic Projections)**, dado que como se puede observar en la figura n°6, las expectativas de mercado, representadas en dicha figura por la línea de color rojo oscuro se fueron acercando a la proyección vigente del FOMC (línea de color gris discontinua).

La diferencia más relevante al cierre de la semana pasada, era que el mercado aún considera como el escenario menos probable aquel en el cual el FOMC "NO" vuelve a subir la tasa este año, pero "SI" ha asumido el concepto de "higher for longer", por lo que las expectativas y los precios de los bonos gradualmente se fueron ajustando a dicho escenario.

Es en dicho contexto que **estimamos que el mercado será sensible a lo que suceda con el SEP**, en particular con la proyección 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

Dada la información reciente, que venimos analizando en el apartado de "Economía" de este reporte y precedentes, **consideramos que el FOMC mantendrá su proyección de tasas**, la cual se puede apreciar en la figura n°7. Entendemos que **el FOMC va a volver a enviar el mercado que todavía hay trabajo para realizar** y que ese trabajo se instrumenta mediante dos acciones: 1) volver a subir la tasa de ser necesario y 2) mantener a la misma en terreno restrictivo, todo el tiempo que sea conveniente.

Como puede apreciarse también en la figura n°7, **es posible que el FOMC eleve su proyección del PBI para este año y que reduzca la del año próximo**, pero manteniendo un número positivo. De esta forma estaría convalidando el concepto de resiliencia que viene demostrando la economía durante 2023 y reforzaría la idea que se mantendría el crecimiento, pero por debajo de la tendencia de largo plazo.

En lo que respecta a la proyección de la tasa de desempleo, todavía es probable alcanzar la proyección vigente, por lo que podría mantenerla, así como también en lo que se refiere a la PCE nivel general. Donde queda la duda es en el PCE "core", pero todavía hay probabilidad de alcanzar el valor de la proyección de junio.

Figura n°7: SEP - Proyecciones Vigentes del FOMC (junio 2023)

| Variable | Median | | | | |
|--|--------|-------|------|------------|--|
| | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | |
| Change in real GDP | ↑ 1.0 | ↓ 1.1 | 1.8 | 1.8 | |
| March projection | 0.4 | 1.2 | 1.9 | 1.8 | |
| Unemployment rate | 3.8 | 4.1 | 4.5 | 4.0 | |
| March projection | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4.0 | |
| PCE inflation | 3.3 | 3.2 | 2.5 | 2.0 | |
| March projection | 3.3 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | |
| Core PCE inflation ⁴ | 4.2 | 3.9 | 2.6 | 2.2 | |
| March projection | 3.6 | 2.6 | 2.1 | | |
| Memo: Projected appropriate policy path: | | | | | |
| Federal funds rate | 5.6 | 4.6 | 3.4 | 2.5 | |
| March projection | 5.1 | 4.3 | 3.1 | 2.5 | |

Fuente: extractado del SEP (Summary of Economic Projections) del FOMC de la Reserva Federal

Haciendo foco en otros bancos centrales, con datos económicos europeos debilitándose, el mercado tenía incertidumbre de si **el Banco Central Europeo (BCE)** aplicaría un incremento en su tasa de política monetaria.

Finalmente, el jueves pasado (14.09) **decidió subir su tasa en un cuarto de punto, llevando a la misma a un nivel récord del 4,0%**. Si bien la presidenta del BCE señaló que la inflación se encuentra en nivel obstinadamente alto, dejó la percepción que probablemente la tasa haya tocado su techo.

El comunicado del BCE detalla que "basándose en su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán sustancialmente al retorno oportuno de la inflación al objetivo". A su vez, el BCE elevó su proyección de inflación para 2024 del 3,0% al 3,2%, al tiempo que redujo sus previsiones de crecimiento para 2023 y 2024.

Esta semana el mercado prestará también atención a las reuniones del Bank of England, a celebrarse el jueves 21 y del Bank of Japan, el viernes 22.

Téngase en cuenta que la decisión del Bank of Japan del 28 de julio, terminó repercutiendo en los mercados internacionales de deuda.

RENTA FIJA

A diferencia de la semana previa, en la cual **el Tesoro** sólo había colocado letras, la semana pasada **realizó colocaciones a 3, 10 y 30 años**. Como se puede apreciar en la figura n°8, **el mercado sigue mostrando una clara preferencia por corta "duration"**. La colocación a 3 años logró un "bid to cover" de 2,75, frente al 2,52 de la colocación a 10 años y ni hablar de la de 30 años que quedó por debajo del 2,50 (2,46).

En la misma figura se puede observar que la idea de preferencia de corta "duration" se refuerza con los montos colocados, dado que los mismo disminuyeron acorde al aumento de plazo, USD 44 BB, USD 35 BB y USD 20 BB.

Otro aspecto muy interesante a observar en la misma figura es como el Tesoro ha tenido que convalidar mayores rendimientos en la tasa máxima, con respecto a colocaciones de la misma "duration" durante agosto.

Figura n°8: Licitaciones del Tesoro de EE.UU.

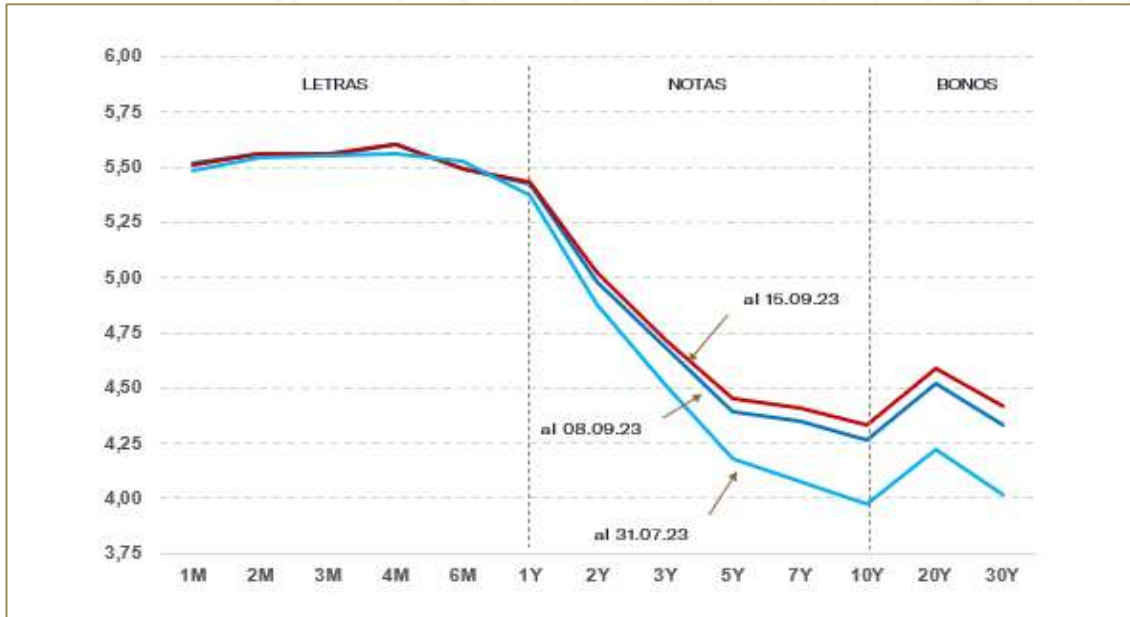
| Fecha de Licitación | Plazo años | Tasa de cupón | Variación mes anterior | Tasa máxima | Variación mes anterior | Monto colocado (1) | Bid to Cover | Variación mes anterior |
|---------------------|------------|---------------|------------------------|-------------|------------------------|--------------------|--------------|------------------------|
| 08.08.23 | 3 | 4,375 | | 4,398 | | 42 | 2,90 | |
| 09.08.23 | 10 | 3,875 | | 3,999 | | 38 | 2,56 | |
| 10.08.23 | 30 | 4,125 | | 4,189 | | 23 | 2,42 | |
| 23.08.23 | 20 | 4,375 | | 4,499 | | 16 | 2,56 | |
| 28.08.23 | 2 | 5,000 | | 5,024 | | 45 | 2,94 | |
| 28.08.23 | 5 | 4,375 | | 4,400 | | 46 | 2,54 | |
| 29.08.23 | 7 | 4,125 | | 4,212 | | 36 | 2,66 | |
| 11.09.23 | 3 | 4,625 | 0,250 | 4,660 | 0,262 | 44 | 2,75 | -0,15 |
| 12.09.23 | 10 | 3,875 | 0,000 | 4,289 | 0,290 | 35 | 2,52 | -0,04 |
| 13.09.23 | 30 | 4,150 | 0,025 | 4,345 | 0,156 | 20 | 2,46 | 0,04 |

(1) USD miles de MM

Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

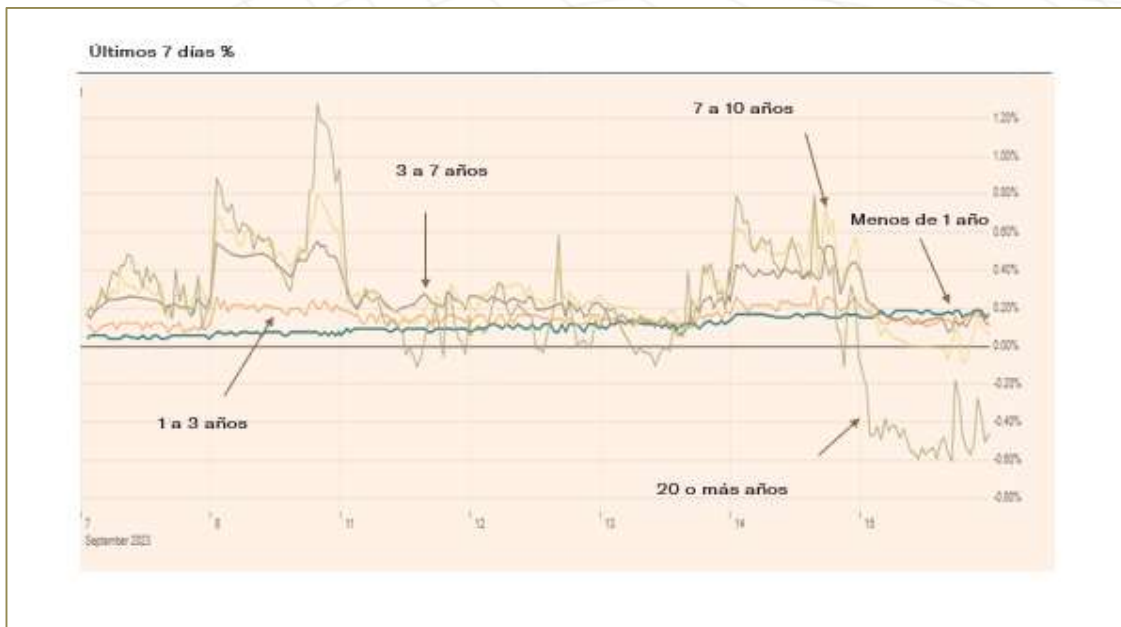
Este contexto de mayores tasas puede apreciarse claramente con un nuevo desplazamiento ascendente de la curva de rendimientos con respecto a la semana previa y mucho más destacable contra el cierre de julio, como puede observarse en la figura n°9.

Figura n°9: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Figura n°10: Deuda del Tesoro de EE.UU.



Fuente: en base a Financial Times

Más en detalle, puede apreciarse en la figura nº10 un castigo en los precios de los bonos durante la semana pasada, en particular en los de más "duration".

Este movimiento de los precios de los bonos, ha llevado a que la tasa a 10 años nuevamente se encuentre en la zona de máximos del año, coincidente con los máximos del año pasado, como se destaca en la figura nº11.

Figura nº11: Tasa de 10 años



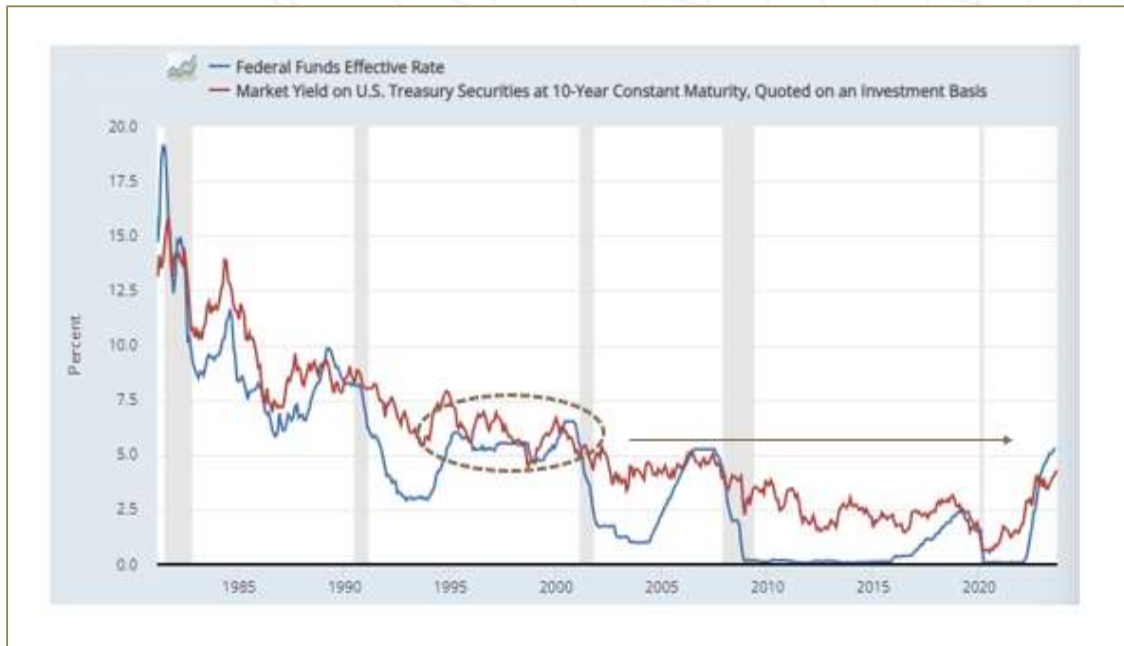
Fuente: en base a Investing

Una vez más en el año, nos enfrentamos al debate de si este aumento de la tasa se trata de un "overshooting" de corto plazo, como señalan algunos analistas y estrategias o si se trata de una tendencia que, habiendo comenzado en abril de este año, aún no ha alcanzado sus máximos, como ya comentamos en reportes anteriores que es la interpretación de Lawrence Summers.

Si bien desde un punto de vista técnico, tendríamos señales de corto plazo que nos permitirían argumentar que la divergencia bajista en el RSI nos podría hacer esperar una corrección de corto plazo, hay sólidos argumentos económicos para darle la razón a Summers.

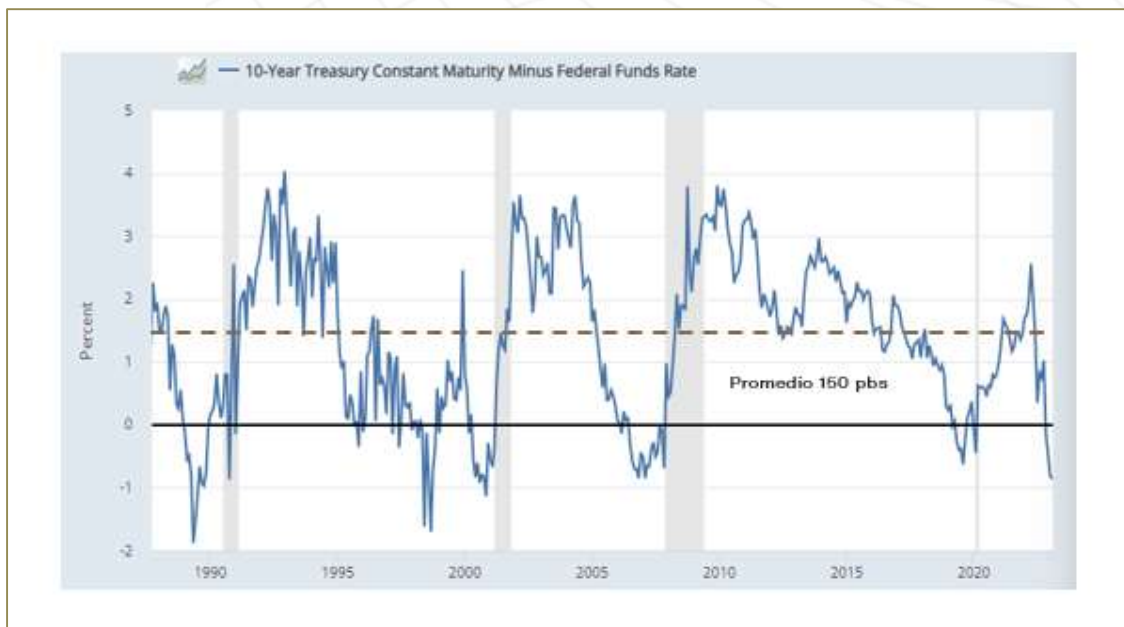
En la figura nº12 puede apreciarse que **son muy pocos los momentos, desde los años 80, durante los cuales la tasa a 10 años permanece por debajo de la de Fed Funds.** Además, como señalan varios trabajos de investigación, la tasa de Fed Funds le define la tendencia a la tasa de 10 años.

Figura nº12: Tasa de 10 años versus Tasa de Política Monetaria



Fuente: en base a la Reserva Federal de St. Louis

Figura nº13: Spread entre la Tasa de 10 años y la Tasa de Política Monetaria



Fuente: en base a la Reserva Federal de St. Louis

Más en detalle, **el spread entre ambas desde los años 80 ha registrado un promedio positivo de 150 pbs.** Por lo tanto, hay dos alternativas para que de la actual situación poco habitual tienda al promedio histórico: 1) una reducción de la tasa de Fed Funds, o 2) un aumento adicional en el valor de la tasa de 10 años. Si tenemos en cuenta la estrategia "higher for longer" del FOMC de la Fed, daría la sensación que salvo un cambio de proyecciones en el SEP, la reducción de la tasa de política monetaria será lenta en el tiempo.

Regresando a la figura nº7 con el SEP presentado en junio, el sendero de la Fed funds rate, en lo que respecta al promedio del rango es de 5,6% para 2023, 4,6% para 2024 y 3,4% para 2025. Si combinamos este sendero de la tasa de política monetaria y tenemos en cuenta que el promedio histórico del "spread" ha sido de 150 pbs, suena razonable la hipótesis de Summers, la cual plantea que el mercado debería ir haciéndose a la idea, que más allá de una corrección de corto plazo, la tasa a 10 años tendería hacia un nivel de 4,75% con más probabilidad que la misma sea superior a dicho nivel, que menor.

Una vez más, seguimos considerando que tiene sentido devengar los rendimientos de las letras del Tesoro y complementar con instrumentos de crédito, pero de "duration" menor a 3 años para seguir acotando volatilidad.

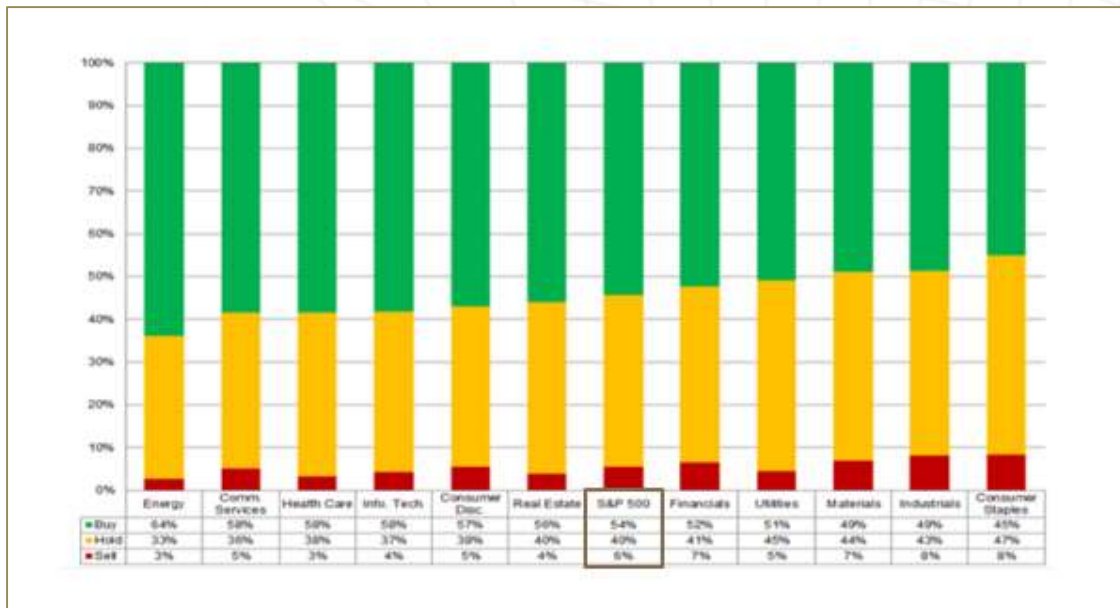
S&P500

Los resultados de las 500 compañías que componen el S&P500 están cerrando la temporada correspondiente al segundo trimestre con una sorpresa positiva del 78,8% comparado con el promedio histórico de 66,4% y el promedio de los últimos cuatro trimestres de 73,4%. Por lo tanto, se puede concluir que **ha sido una buena temporada con respecto a las expectativas.**

En términos de variación de ganancias con respecto a igual trimestre del año pasado, el resultado ha sido negativo en 2,9% y si se excluye al sector energía, se modifica a una variación positiva del 3,6%. Lo destacable es que al comienzo de la temporada se estimaba una caída del 6,7%. Por lo tanto, el porcentaje de sorpresa positiva explica que **la temporada termine siendo mejor a lo esperada en comparación a igual trimestre del 2022.**

Este contexto más constructivo de resultados de las compañías, combinado con un escenario económico de mayor probabilidad de un "soft landing" ha llevado a elevar precios objetivos. **De acuerdo a FactSet, teniendo en cuenta los precios de cierre al viernes pasado, el S&P500 tienen un "upside potential" definido por la relación "price target/closing price" del 14,5%.** En línea con los números mencionados, en la figura nº14 FactSet concluye que habría un 54% de recomendaciones de "Buy", frente a 40% de "Hold" y 6% de "Sell".

Figura nº14: S&P500 – Porcentaje de “Buy”, “Hold” y “Sell” Ratings



Fuente: extractado de FactSet.

Figura nº15: S&P500 – Lectura técnica



Fuente: en base a Investing

Si bien seguimos concluyendo que el mercado de acciones de EE.UU. mantiene o mediano plazo una perspectiva constructiva, mantenemos la sugerencia de prudencia en el corto plazo, debido a razones técnicas y estacionales.

Bonus Track: Riesgo "Shutdown"

En este clima definido por el combo de "higher for longer" en lo que se refiere a la política monetaria de EE.UU., la reticencia del mercado de deuda a asumir más "duration" y solicitarle más tasa al Tesoro, y los aspectos técnicos y estacionales en el mercado de acciones, **se suma el creciente riesgo a un "shutdown", es decir a un cierre del gobierno federal.**

¿Por qué parece probable un cierre del gobierno hacia fines de septiembre?

En junio de 2023, con el respaldo de los líderes republicanos en la Cámara y el Senado, el Congreso aprobó y el presidente Biden firmó la Ley de Responsabilidad Fiscal, que elevó el techo de la deuda federal (Debt Ceiling) y estableció límites al gasto anual.

Como parte del acuerdo, el Congreso debía aprobar 12 proyectos de ley que detallan los montos de las partidas según las respectivas agencias federales. El Senado siguió ese camino y aprobó los 12 proyectos de ley de asignaciones con apoyo bipartidista. Pero los republicanos de la Cámara de Representantes, descontentos con el acuerdo que el presidente Kevin McCarthy alcanzó con la Casa Blanca, quieren gastar menos de los niveles especificados en la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Paralelamente, hay proyectos de ley de la Cámara que incluyen disposiciones sobre aborto, anticoncepción, regulación del tabaco y atención médica para personas trans que probablemente no serán aprobadas en el Senado.

Cuando la Cámara y el Senado aprueban proyectos de ley diferentes, el siguiente paso es un comité conferencia en el que se supone que las dos cámaras forjan un compromiso, que se somete a votación en cada cámara antes de llegar al presidente. Es probable que esto sea muy polémico este año y que no se llegue a tiempo con los requisitos.

El Senado regresó de su receso de agosto el 5 de septiembre, lo que le dio cuatro semanas para avanzar en la aprobación de las asignaciones para el año fiscal 2024, lo cual ha comenzado a hacer. La Cámara regresó el 12 de septiembre, lo que significa que estará en sesión sólo tres semanas antes de que finalice el año fiscal el 30 de septiembre.

¿Qué sucederá si se cierra el gobierno?

Durante los cierres, a muchos empleados federales se les dice que no se presenten a trabajar, aunque según una ley de 2019 se les paga retroactivamente cuando finaliza el cierre. Los empleados gubernamentales que brindan lo que se consideran servicios esenciales, como control del tráfico aéreo, continúan trabajando, pero no reciben pago hasta que el Congreso tome medidas para poner fin al cierre. Estas partidas representan aproximadamente el 25% del gasto federal.

Beneficios como el Seguro Social y Medicare continúan fluyendo porque están autorizados por el Congreso en leyes que no necesitan aprobación anual. Además, **el Tesoro puede seguir pagando puntualmente los intereses de la deuda del Tesoro, esta es la gran diferencia para los mercados entre el "shutdown" y el "debt ceiling"**.

No obstante, los cierres pueden tener impacto sobre la economía, que tratan de minimizarse mediante un plan de contingencia que incluye a la SEC (Securities and Exchange Commission). El más reciente de los cierres ocurrió entre finales de 2018 y principios de 2019.

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.