

26 de septiembre de 2023

# Weekly Global Outlook

## De “higher for longer” a “higher for even longer”

**El evento económico más esperado de la semana pasada fue la reunión del FOMC.** Powell explicó que, desde principios del año pasado el FOMC ha aumentado la tasa de interés de política monetaria en 525 pbs. y ha reducido la hoja de balance de la Reserva Federal. Habiéndose recorrido todo ese terreno, se ha logrado morigerar a la inflación, sin que los efectos del endurecimiento aún se hayan sentido significativamente sobre la economía real. En dicho contexto, el FOMC **decidió dejar a la tasa de política monetaria sin cambios y al mismo tiempo seguir reduciendo la hoja de balance.**

En la reunión del FOMC de septiembre correspondía presentar la actualización trimestral de sus proyecciones económicas, las cuales son conocidas como el SEP. Uno de los aspectos destacados es que **los participantes del SEP revisaron significativamente sus proyecciones de crecimiento para 2023 con respecto a las presentadas en junio, de 1,0% a 2,1%, mientras que para 2024 la elevaron de 1,1% a 1,5%.**

No obstante, **el aspecto que más sorprendió a buena parte del mercado fue la modificación al alza del sendero de la tasa de política monetaria,** lo que algunas analistas comienzan a resumir como el cambio de “higher for longer” a “higher for even longer”.

Con respecto al debate sobre la tasa a 10 años, como desarrollamos en detalle en el reporte pasado, había sólidos argumentos macro para imaginar que el movimiento de agosto no se trataba de un overshooting. **La modificación del sendero de la tasa de política monetaria llevó a la tasa a 10 al máximo del año.**

Más allá que mantenemos una lectura constructiva de mediano plazo, con el objetivo que el S&P500 recupere todo el terreno perdido durante 2022, seguimos sosteniendo que septiembre imponía un impase en su recuperación. **Si bien la corrección del S&P500 puede no haber terminado, estaría cerca de su punto de inflexión.**

## ECONOMÍA

### El evento económico más esperado de la semana pasada fue la reunión del FOMC.

Durante su presentación, Jerome Powell explicó que, desde principios del año pasado el FOMC ha endurecido significativamente la postura de su la política monetaria, habiendo aumentado la tasa de interés de política monetaria en 525 pbs. y habiendo continuado con el proceso de reducción de la hoja de balance de la Reserva Federal.

Habiéndose recorrido todo ese terreno, se ha logrado morigerar a la inflación, sin que los efectos del endurecimiento aún se hayan sentido significativamente sobre la economía real. En dicho contexto, **el FOMC decidió dejar a la tasa sin cambios, al mismo tiempo que seguirá reduciendo la hoja de balance.**

De cara al futuro, Powell expresó que es necesario proceder con cuidado a la hora de determinar un endurecimiento adicional y que dependerá de los datos entrantes, de la evolución de las perspectivas y de los riesgos.

**En la reunión del FOMC de septiembre correspondía presentar la actualización trimestral de sus proyecciones económicas, las cuales son conocidas como el SEP** (Summary of Economic Projections), las cuales pueden observarse en la figura nº1.

**Figura nº1: Proyecciones Económicas del FOMC de la Reserva Federal**

Variable	Median				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.8	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation <sup>8</sup>	3.7	2.8	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.8	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

Fuente: extractado del SEP del FOMC de la Fed

**Powell explicó que** los indicadores recientes sugieren que la actividad económica se ha estado expandiendo a un ritmo sólido y que en lo que va del año, **el crecimiento del PIB real ha superado las expectativas**. Lecturas recientes sobre el gasto de los consumidores han sido particularmente sólidas. La actividad en el sector inmobiliario se ha recuperado algo, aunque está muy por debajo de los niveles de hace un año, lo cual refleja en gran medida las mayores tasas hipotecarias debido al endurecimiento monetario. El aumento de las tasas también parece haber afectado a la inversión fija de las empresas.

En dicho contexto, **los participantes del SEP revisaron significativamente sus proyecciones de crecimiento para 2023 con respecto a las presentadas en junio, de 1,0% a 2,1%, mientras que para 2024 la elevaron de 1,1% a 1,5%.**

**Con respecto al mercado laboral,** Powell expresó que el mismo sigue ajustado, pero que las condiciones de oferta y demanda siguen moviéndose hacia un mejor equilibrio. **En los últimos tres meses, el aumento de empleos en nómina (Nonfarm payrolls) promedió 150 mil puestos de trabajo por mes, un ritmo fuerte pero que está muy por debajo del observado a principios de año. La tasa de desempleo aumentó en agosto, pero sigue siendo baja (3,8% de la fuerza laboral).** La tasa de participación ha aumentado desde finales del año pasado, especialmente entre las personas de 25 a 54 años. El crecimiento de los salarios nominales ha mostrado algunos signos de moderación, pero aún crece a un ritmo alto. Como conclusión de las condiciones descritas, los participantes del SEP decidieron reducir sus proyecciones de desempleo para 2023 de 4,1% a 3,8%. En los casos de 2024 y 2025 de 4,5% a 4,1%.

**En lo que respecta a la inflación, Powell dijo que sigue muy por encima de la meta de largo plazo del 2%,** aunque las expectativas de inflación a más largo plazo parecen permanecer bien ancladas. Powell reconoció que el proceso para lograr que la inflación baje de manera sostenible al 2% tiene un largo camino por recorrer. Los contribuyentes al SEP elevaron la proyección del PCE de 3,2% a 3,3% para este año, mantuvieron en 2,5% para 2024 y elevaron de 2,1% a 2,2% para 2025. Por lo tanto, estiman que el objetivo se alcanzará en 2026.

**Las modificaciones de las proyecciones de tasa de política monetaria en el SEP, lo analizaremos en el apartado de Expectativas de Tasas de Interés.**

Durante el Q&A algunos periodistas se refirieron al escenario económico trazado por el SEP. En ese sentido Howard Schneider de Reuters comentó que en más de una oportunidad Powell había expresado que la economía necesitaba un período de crecimiento por debajo de la tendencia (1,8%), para alcanzar el objetivo de inflación de largo plazo del 2%.

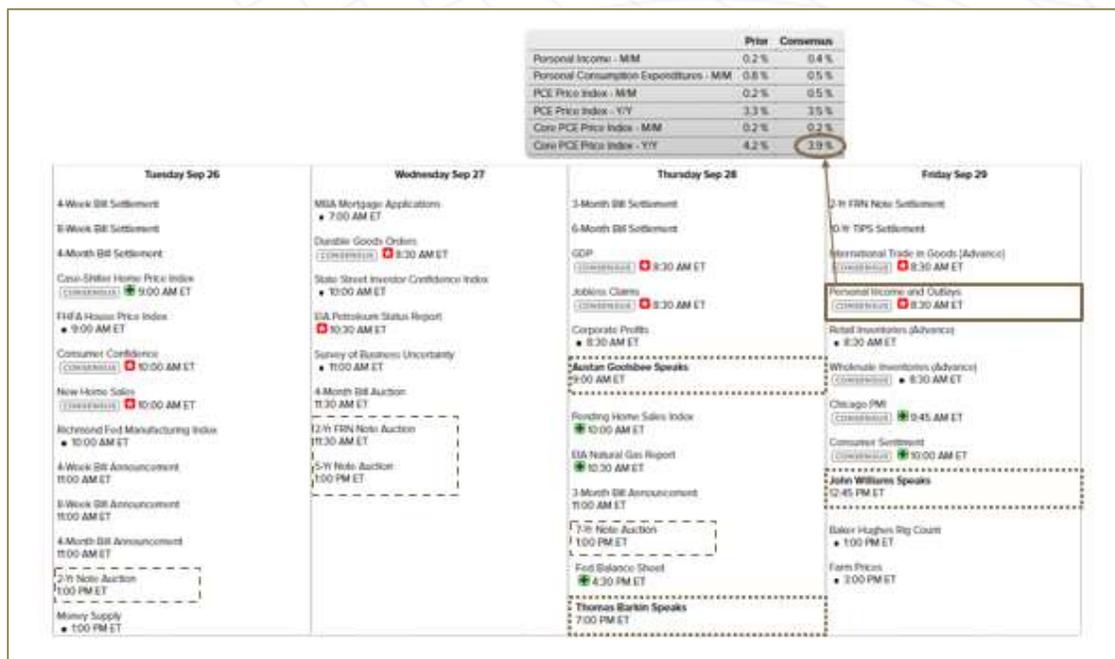
De la observación del SEP se puede apreciar que para el caso de 2024 se evidenciaría dicho fenómeno, dada la proyección de crecimiento de 1,5%. No obstante, se le generó la curiosidad a Schneider que pueda controlarse a la inflación con solo ese costo.

Powell le respondió que es lo que está sucediendo, que por ejemplo el mercado laboral se va equilibrando sin necesidad de un aumento en el desempleo. Por lo tanto, el objetivo es simplemente seguir adelante con esas tendencias que se están viendo. No obstante, eso no está garantizado y que podría llegar a registrarse un mayor deterioro.

Ante la respuesta de Powell, entonces Schneider le preguntó si se podía suponer que la expectativa básica sería la de un aterrizaje suave, a lo que Powell le respondió que no lo plantearía en esos términos. Aclaró que, desde el comienzo de este proceso, siempre ha pensado que el aterrizaje suave era un resultado posible, pero que no se puede asegurar. **Powell dijo que podría decirse que el objetivo buscado es el aterrizaje suave, pero que es difícil establecer su probabilidad de ocurrencia.**

**En lo que respecta al calendario económico**, en la figura n°2 se destaca el evento más esperado que es la publicación el viernes del PCE, para el cual se espera un crecimiento interanual del 3,9% para la definición "core".

**Figura n°2: Calendario Económico**



Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

En su presentación del miércoles pasado, Powell expresó que sus colegas del FOMC y el, consideran que la actual política monetaria es restrictiva y que pone presión a la baja sobre la actividad económica, la contratación laboral y la inflación. Además, estiman que la economía se enfrenta a dificultades derivadas del endurecimiento de las condiciones crediticias para los hogares y las empresas.

**A la luz de hasta donde se ha llegado en el endurecimiento de la política, es que el Comité decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 5,25% a 5,50%, al mismo tiempo de continuar con el proceso de reducción de la hoja de balance de la Fed.**

Sin dudas, **el aspecto que sorprendió a parte del mercado fue la modificación al alza del sendero de la tasa de política monetaria, lo que algunas analistas comienzan a expresar como el cambio de "higher for longer" a "higher for even longer".**

Como se puede apreciar en la figura n<sup>o</sup>1, **los contribuyentes al SEP mantuvieron en 5,6% la proyección del centro del rango para el presente año, lo cual deja vigente la posibilidad de una nueva suba de 25pbs antes de fin de año. No obstante, lo más significativo fue el alza en las proyecciones para 2024 y 2025. En dicho sentido, la proyección para 2024 fue elevada de 4,6% a 5,1% y la de 2025 de 3,4% a 3,9%.**

Durante el Q&A, Colby Smith del Financial Times le consultó a Powell que es lo que llevaba al FOMC a considerar que el actual nivel de la tasa de política monetaria no fuese lo suficientemente restrictiva como para necesitar el sendero propuesto, cuando los mismos contribuyentes del SEP plantean un escenario más benigno para el PCE "core" para este año (3,7% en lugar de 3,9%).

Powell le respondió, que decidieron mantener el objetivo de tasa para este año, dado que **la mayoría de los participantes del FOMC creen que lo más probable es que será apropiado que se aumente una vez más la tasa antes de fin de año.** No obstante, algunos consideran que ya se ha llegado al nivel de tasa conveniente.

Smith volvió a preguntar, pero con respecto a las proyecciones de 2024, mostrando su curiosidad de que hay detrás del sendero más gradual aún de baja de la tasa. Si el motivo era la necesidad una tasa real más alta.

**Powell dijo que la tasa de interés real es positiva ahora, lo cual es algo nuevo y que es necesario que siga así por algún tiempo. Señaló que el SEP no es un plan, sino que es la acumulación de las proyecciones de sus 19 participantes. No obstante, la interpretación de este cambio en el sendero de la tasa responde a que la actividad económica es más fuerte de lo que todos esperaban.**

Steve Liesman de CNBC le dijo a Powell que quería volver sobre la pregunta de Colby Smith, en el sentido de si el FOMC mantiene la misma dinámica de la proyección de inflación, porque considera que necesita un descenso más gradual de la tasa, si eso obedece a que el FOMC cree que la inflación es más persistente de lo considerado en junio y por lo tanto requiere más medicamento.

**Powell le respondió que, si bien la inflación se ha vuelto más persistente, el tema de un sendero más gradual de descenso responde a la actividad económica más fuerte, lo que los obliga a tomar una decisión sobre la tasa.**

Con respecto a que sucederá con la tasa de política monetaria este año, Raquel Siegel del Washington Post le consulto a Powell sobre como fue el debate en la reunión. **Powell le respondió que la propuesta de mantener la tasa en la reunión fue avalada en forma unánime, pero que para las próximas reuniones del año, 12 de los 19 participantes consideraba conveniente un nuevo aumento,** pero que dependerá de la nueva información que se vaya publicando sobre inflación y sobre el mercado laboral.

Nick Timiraos del Wall Street Journal le dijo a Powell que había escuchado decir tanto a él, como al vice del FOMC (John Williams), que lo suficientemente restrictivo se juzgará sobre una base real en lugar de nominal, y que cierto margen de recortes de tasas nominales el próximo año dependerá que haya pruebas convincentes de que las presiones sobre los precios seguirán disminuyendo. Por lo tanto, su pregunta se orientó a confirmar si el FOMC está apuntando a un nivel real de restricción. Además, le consultó a que consideran "suficiente evidencia" de baja de la inflación.

**Powell confirmó que ellos entienden que es una tasa real la que importará y que la misma debe ser lo suficientemente restrictiva.** Sobre que es suficientemente restrictivo, es cuando se puede verificar sus efectos. No es algo a lo que se pueda llegar con un modelo o con estimaciones. En ese sentido, afirmó que se están viendo sus efectos. Por ejemplo, las distorsiones entre la oferta y la demanda generadas durante la pandemia comienzan a adecuarse y que las políticas monetarias aplicadas están contribuyendo en ese sentido.

Se está viendo que la inflación se ha desacelerado, pero más que nada en los precios de los bienes, así como también en los precios de los servicios de vivienda.

Incluso comienza a verse sus efectos sobre los precios de los servicios que no están relacionados con la vivienda y que son más mano de obra intensivos. **Entonces es por eso que el FOMC cree que la política monetaria está funcionando.**

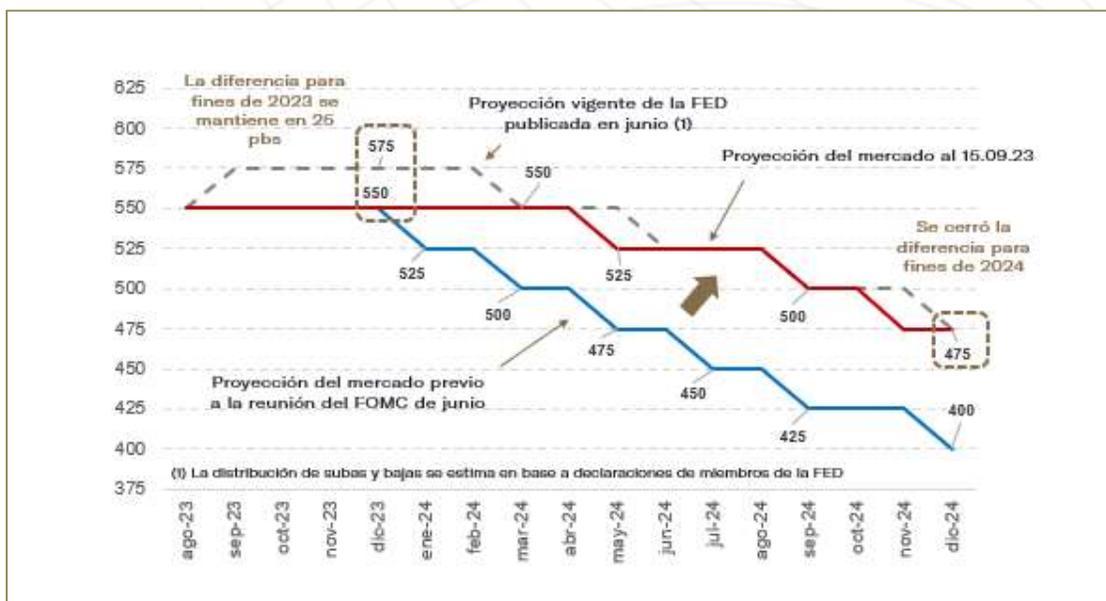
**Pero el FOMC quiere estar seguro que el nivel restrictivo permita alcanzar el objetivo de inflación. Por lo tanto, si bien se están viendo los efectos, eso no significa que pueda ser necesario subir aún más la tasa.**

Con respecto a cuánto tiempo es necesario mantener ese nivel restrictivo, requiere otra serie de preguntas que por ahora no es el centro de la cuestión. **La prioridad actual del FOMC es encontrar el nivel adecuadamente restrictivo de su política monetaria.** Si bien se observan efectos no se ha llegado a un punto de confianza al respecto.

**Timiraos volvió a la pregunta de cuales serían las evidencias suficientes, a lo que Powell indicó que no son sólo los datos de inflación, sino que la totalidad de los datos, como mercado laboral, crecimiento, balance de riesgos y eventos globales.**

Como comentamos previamente en el presente reporte, el cambio de proyecciones del SEP en lo que se refiere a la tasa de política monetaria para 2024 y 2025 significó una sorpresa para buena parte del mercado.

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



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

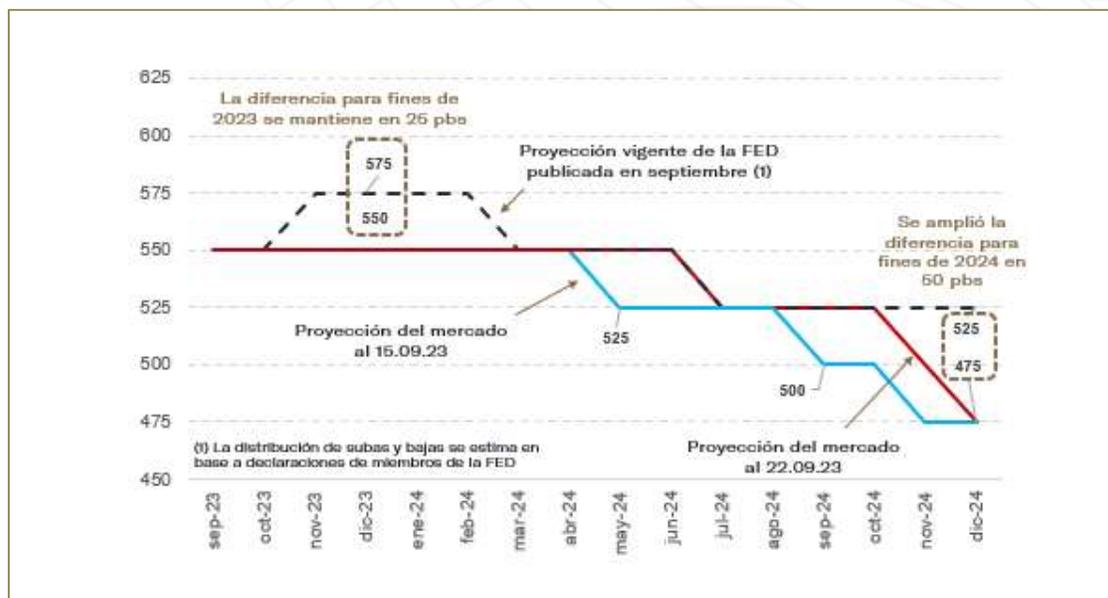
Como se puede apreciar en la figura n°3, al momento que el FOMC presentó sus proyecciones de tasa en la reunión de junio (línea de color gris discontinua), las expectativas del mercado estaban claramente por debajo de dichos niveles (línea de color azul). Sin embargo, con el transcurso de las semanas, las expectativas del mercado se fueron acercando a la proyección del SEP, como representa la línea de color rojo oscuro al viernes 15 de septiembre.

Si bien como hemos comentado en el párrafo anterior, el mercado fue adaptando sus expectativas hacia las proyecciones del SEP, la modificación de las mismas en la actualización de septiembre, representó un nuevo impacto sobre el mercado, el cual parcialmente ya se readaptó la semana pasada, dejando más que nada una divergencia para el último trimestre del 2024, como puede apreciarse en la figura n°4.

**De acuerdo al Fed Watch Tool del CME, el mercado sigue sin asignar la mayor probabilidad al escenario en el cual el FOMC vuelve a subir a su tasa de política monetaria antes de fin de año,** como también se observa en la figura n°4.

La diferencia entre las nuevas proyecciones vigentes del FOMC y las expectativas de mercado, representa un riesgo que podría afectar hacia futuro a los precios de los bonos, sobre todo a los de mayor "duration".

**Figura n°4: Expectativas de Tasas de Política Monetaria (en pbs.)**

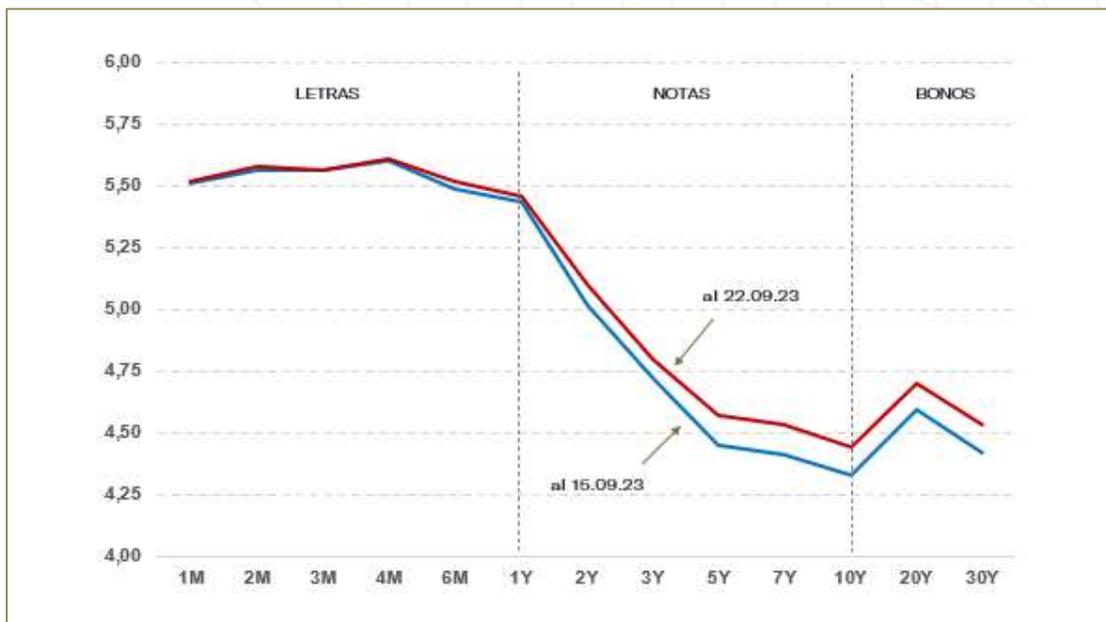


Fuente: en base al SEP de la Reserva Federal y al Fed Watch Tool del CME

## RENTA FIJA

La sorpresa generada por el cambio de proyecciones de tasas para 2024 y 2025, por parte del FOMC, volvió a generar un nuevo impacto negativo en los precios de los bonos en general y del Tesoro de EE.UU. en particular, como se puede interpretar un nuevo movimiento ascendente en la curva de rendimientos, que puede observarse en la figura n°5.

**Figura n°5: Curva de Rendimientos de la Deuda del Tesoro de EE.UU.**



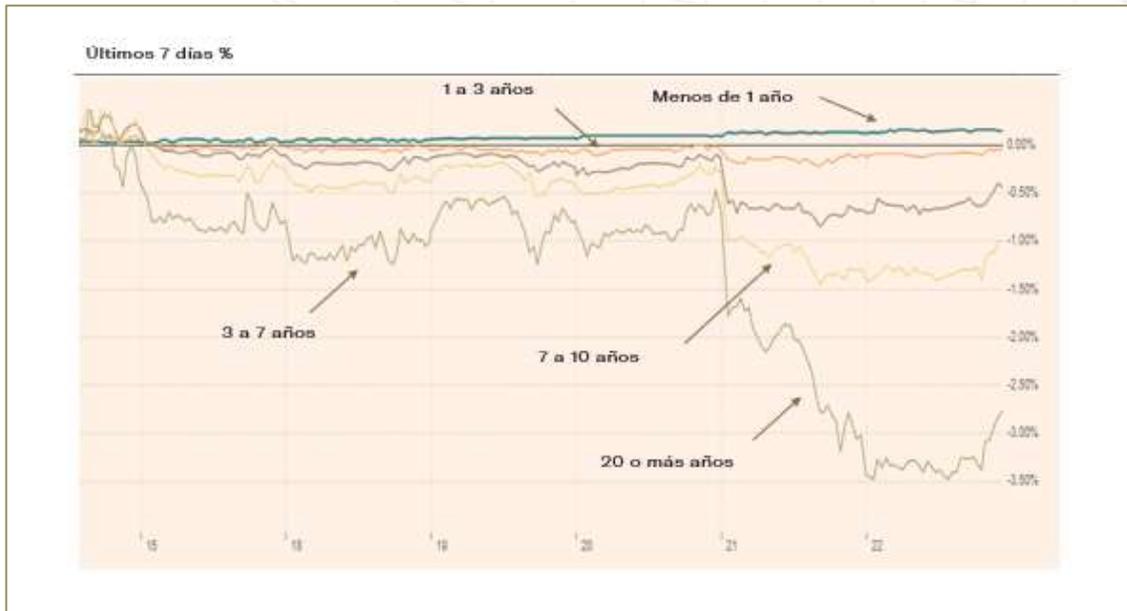
Fuente: en base al Tesoro de EE.UU.

Con respecto a este aumento en los rendimientos de los bonos, tema sobre el cual nos venimos refiriendo en los sucesivos reportes, durante el Q&A Jean Yung de MNI Market News le preguntó a Powell cuál era su opinión sobre la causa que estaba impulsando esta situación durante las recientes semanas.

Powell respondió que el movimiento en los rendimientos puede obedecer a diversos factores, pero que según su opinión no se trata principalmente de expectativas de inflación, sino que a una mayor oferta de bonos por parte del Tesoro.

En las figuras n°6 y 7 puede observarse la evolución de precios de bonos del Tesoro de EE.UU. para diversas "duration" durante la última semana y desde el 31 de julio.

**Figura nº6: Deuda del Tesoro de EE.UU.**



Fuente: en base a Financial Times

**Figura nº7: Deuda del Tesoro de EE.UU.**



Fuente: en base a Financial Times

Con respecto al debate sobre la tasa a 10 años, como desarrollamos en detalle en el reporte pasado, había sólidos argumentos macro para imaginar que la resistencia técnica que se señala en la figura n°8 podía ser superada, lo que terminó ocurriendo luego de publicarse el nuevo sendero de proyecciones de la tasa de política monetaria.

**Figura n°8: Tasa de 10 años**



Fuente: en base a Investing

**Por enésima vez en el año, 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

Como venimos comentando hace varias semanas, más allá que mantenemos una lectura constructiva de mediano plazo, con el objetivo que el S&P500 recupere todo el terreno perdido durante 2022 y que registre nuevos máximos, seguimos sosteniendo que septiembre imponía un impase en la recuperación y que había una alta probabilidad que se registrara un "pullback".

En la figura n°9 se destaca un canal bajista de corto plazo, dentro del canal alcista de mediano plazo.

Desde el punto de vista del análisis técnico el nivel registrado la semana pasada es de significancia, dado que se trata del primer retroceso de Fibonacci del recorrido de todo el canal alcista de mediano plazo que se inició en octubre del año pasado.

De quebrar esta semana el S&P500 a la zona de 4.340, podría estar poniendo en duda la tendencia alcista del canal de mediano plazo.

Más allá de la lectura técnica, entendemos que el reciente acontecimiento de la modificación del sendero de tasas, por parte del FOMC, podría arrastrar al índice al segundo retroceso, zona en la cual como se puede apreciar en la figura nº9, hay coincidencia de dos resistencias, la del canal bajista de corto plazo y la del canal alcista de mediano plazo.

**Conclusión: si bien la corrección del S&P500 puede no haber terminado, estaría cerca de su punto de inflexión.**

**Figura nº9: S&P500 – Lectura técnica**



Fuente: en base a Investing

## **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.