

11 de marzo de 2025

# Global Outlook Update

## ¿Pullback o cambio de tendencia?

En los últimos reportes, destacamos que las expectativas del mercado comenzaban a girar hacia un posible enfriamiento de la economía, impulsado por la incertidumbre sobre las políticas económicas de Trump y algunos datos recientes de actividad. **A pesar de que el Reporte de la Situación de empleo ofreció algo de alivio, el impacto fue efímero, ya que declaraciones recientes del presidente generaron ventas masivas en el comienzo de la semana.**

En lo que respecta al **calendario económico destacamos el índice de precios del consumidor (IPC) el día miércoles.** Además, dadas las señales mixtas del Reporte de la Situación de Empleo, consideramos que será importante monitorear la **Encuesta de Vacantes de Empleo y Rotación Laboral, "JOLTs"**. Por su parte el tesoro de EE.UU. estará licitando deuda a tasa fija a 3, 10 y 30 años.

El viernes **Jerome Powell reiteró la postura cautelosa de la Reserva Federal,** destacando que no hay prisa por reducir las tasas de interés y expresando una visión positiva sobre la economía, aunque con cautela respecto a las políticas de Trump. Sin embargo, **el sentimiento negativo del mercado se exacerbó esta semana e impulsó a los inversores a anticipar más recortes de tasas de interés,** pasando de la expectativa inicial de 4 recortes a prever ahora 5 para el periodo 2025/2026.

Scott Bessent advirtió sobre posibles perturbaciones económicas debido al cambio de eje de crecimiento hacia el sector privado bajo la administración Trump. En Europa, el aumento en los rendimientos de los "bunds" alemanes (bonos del Tesoro) refleja la expectativa de mayor gasto en defensa. **En renta fija, recomendamos mantener posiciones cortas en duración y centrarse en la calidad crediticia debido al riesgo de recesión.**

**El cambio de expectativas con respecto al nivel de corrección que podría sufrir la economía, no hace ser cautelosos,** dado que se observan ciertas similitudes con lo ocurrido en 2022. Por lo tanto, sugerimos no tentarse rápidamente ante la actual corrección, dado que aún no está claro cuál será la información que presente el secretario de Comercio en abril y como se activará el equilibrio de tarifas país por país.

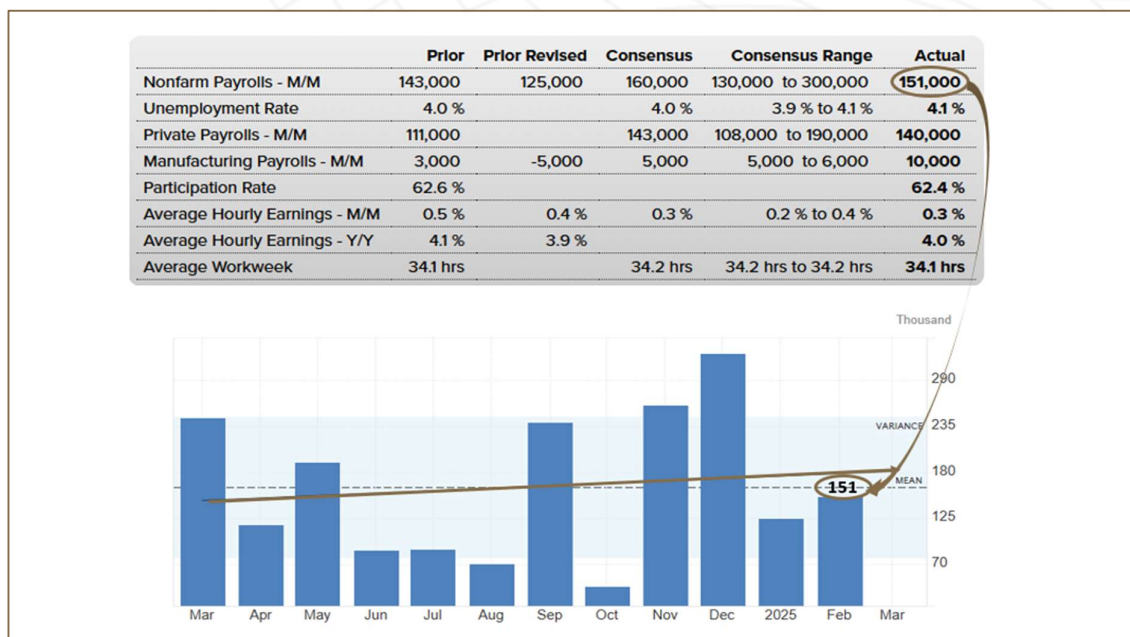
## ECONOMÍA

En nuestros últimos reportes comenzamos a advertir que el escenario base de “soft landing” e incluso de “no landing” había comenzado a perder probabilidad, instalándose expectativas recesivas sobre la base de varios datos de nivel de actividad. Sumado a ello, comenzó a aumentar la incertidumbre alrededor de las políticas de Trump.

En este contexto, **el Reporte de la Situación de Empleo generó cierta tranquilidad**, aunque el efecto se diluyó rápidamente. En una entrevista para Fox News, **se le consultó a Trump si preveía una recesión, a lo que contestó** que no le gusta predecir y **que la economía enfrenta un “periodo de transición”**. Las declaraciones de Trump coincidieron en líneas generales con su discurso ante el Congreso, donde ya había manifestado que había que atravesar un período de adaptación. En un principio, el mercado interpretó que las medidas arancelarias serían básicamente amenazas. Ahora comienza a instalarse la idea que finalmente se instrumentarán y que podrían generar retroalimentación. Diversos estudios como el desarrollado por el Peterson Institute for International Economics presagian la combinación de una aceleración de la inflación y un deterioro en el nivel de actividad.

Durante los últimos días se publicaron una serie de indicadores económicos, entre los cuales destacamos el ya mencionado Reporte de la Situación de Empleo correspondiente a febrero. Con respecto a las nóminas no agrícolas (“Nonfarm Payrolls”), como puede apreciarse en la figura nº1, el dato publicado (151.000) quedó debajo del consenso (160.000).

**Figura nº1: Reporte de la Situación de Empleo – NFP (Nonfarm Payrolls)**

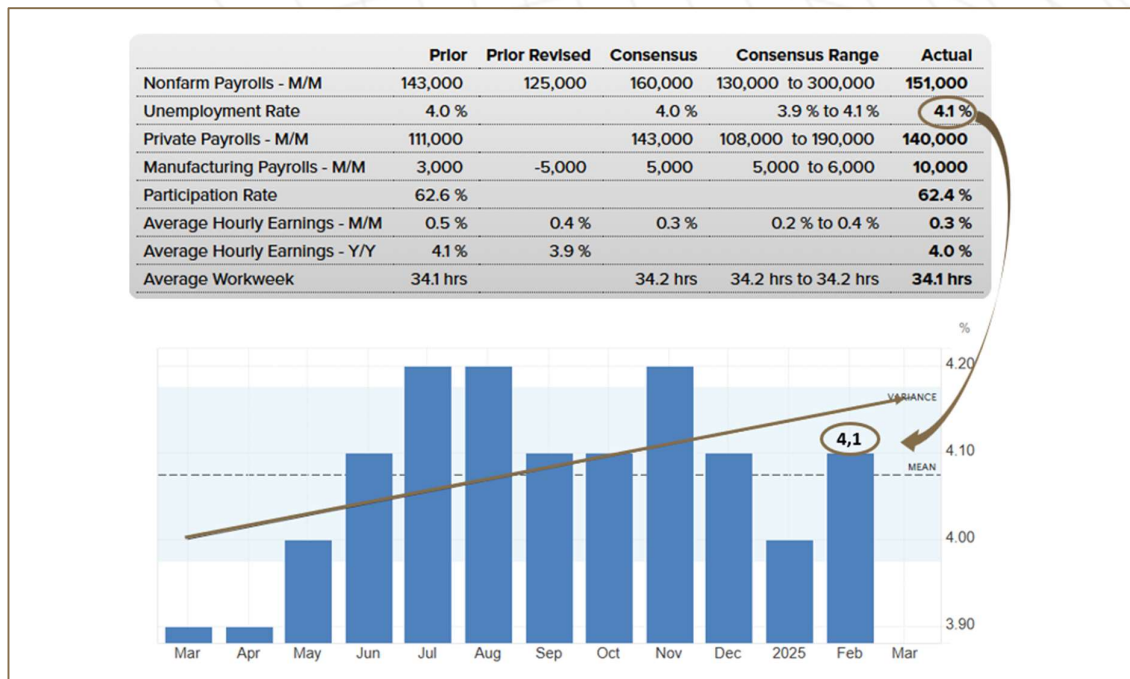


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

Focalizando en el gráfico de barras de la figura mencionada, podemos observar que el dato de febrero dio levemente por debajo del promedio del último año, aunque marcó una aceleración con respecto a la lectura previa. Sin embargo, sabemos que los acontecimientos de las últimas semanas no se habrán reflejado en los datos de febrero. La verdadera prueba de cómo las medidas de Trump afecten al mercado laboral, se podrán apreciar dentro de unos meses.

En el gráfico de barras de la figura nº2, destacamos la **tendencia creciente de la tasa de desempleo en el último año**. La tasa de desempleo aumentó del 4,0% al 4,1%. El mercado esperaba que la misma quedara inalterada en 4,0%. Recordemos que la tasa de desempleo se ha mantenido en un rango estrecho del 4,0% al 4,2% desde mayo de 2024, lo que representa un nivel bajo en términos históricos.

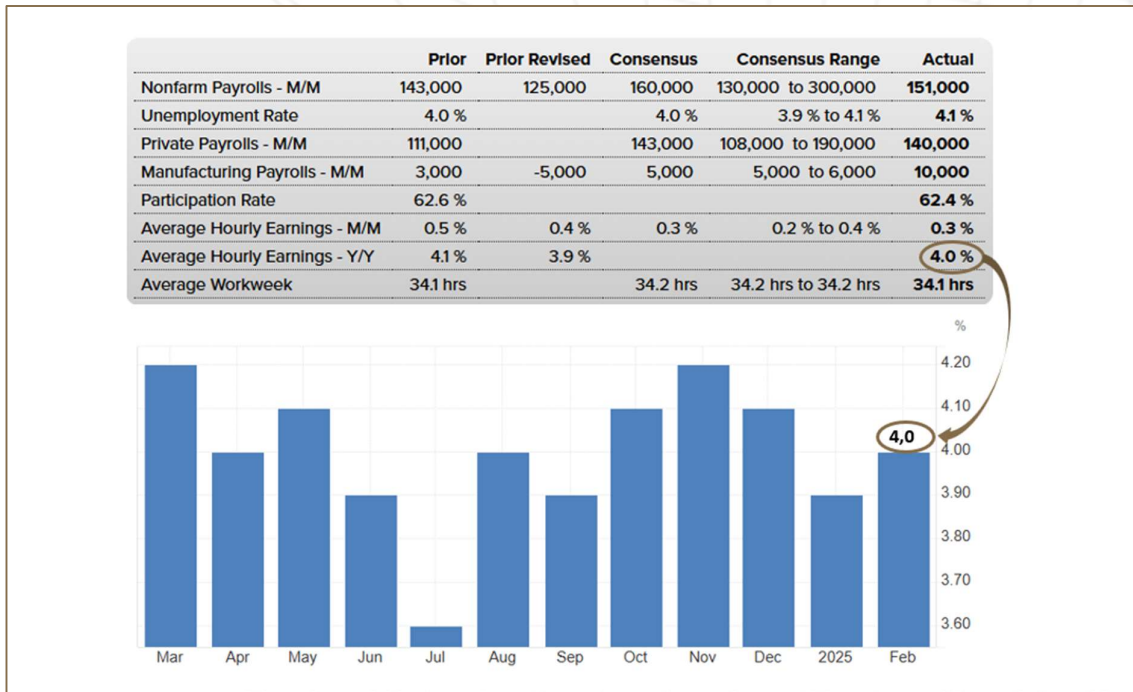
**Figura nº2: Reporte de la Situación de Empleo – Tasa de Desempleo**



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

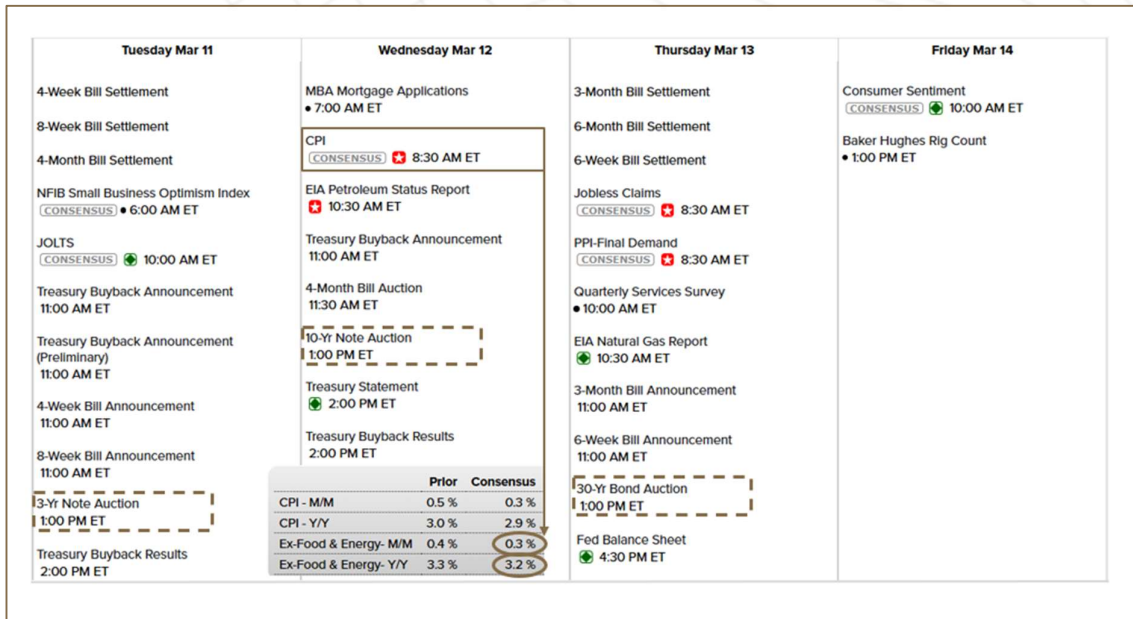
Pasando al análisis del crecimiento de **las ganancias promedio por hora trabajada** ("Average Hourly Earnings"), las mismas **registraron un aumento interanual del 4,0% en febrero**, por encima del dato revisado de enero de (3,9%), tal como podemos observar en la figura nº3. Si bien el mercado no suele hacer foco en este indicador, el mismo se vuelve relevante a medida que nos acercamos a la inflación objetivo de la Fed, siendo que los costos laborales son considerados la base del efecto "sticky" (pegajoso) de la inflación.

**Figura n°3: Reporte de la Situación de Empleo – Average Hourly Earnings Y/Y %**



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

**Figura n°4: Calendario Económico**



Fuente: en base a Econoday



En lo que respecta al **calendario económico**, destacamos **el índice de precios del consumidor** (IPC) el día miércoles. Además, dadas las señales mixtas del reporte de la situación de empleo, consideramos que **será importante monitorear la Encuesta de Vacantes de Empleo y Rotación Laboral, "JOLTs"** por sus siglas en inglés, así como también, la encuesta a los consumidores de la Universidad de Michigan, para seguir la evolución de las expectativas. Por su parte el Tesoro de EE.UU. estará licitando deuda a tasa fija a 3, 10 y 30 años.

### EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

En su discurso el día viernes, **Jerome Powell reiteró la postura de la Reserva Federal de mantener una política monetaria cautelosa**, alegando que **la Fed no tiene prisa para tomar decisiones y flexibilizar las tasas**. Con una narrativa moderadamente "hawkish", Powell favoreció la demora en la flexibilización de la política monetaria en espera de mayor certidumbre sobre las políticas de Trump y al mismo tiempo que habló en términos mayormente positivos sobre el entorno macroeconómico.

Sin embargo, como ya analizamos en el apartado de "Economía" el humor del mercado cambió radicalmente este lunes, cuando comenzó a producirse una reducción de riesgo en los portfolios a nivel global ("risk off"), generando ventas masivas en los mercados accionarios y una fuerte compresión en los rendimientos de los instrumentos de deuda del Tesoro.

**Figura nº5: Probabilidades agregadas de tasas para el bienio 2025/2026**

		Objetivo actual 425-450						
		300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	
		19/03/2025	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	3,00 %	97,00 %
		07/05/2025	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	47,42 %	52,58 %
1º		18/06/2025	0,00 %	0,00 %	0,00 %	31,37 %	68,63 %	0,00 %
2º		30/07/2025	0,00 %	0,00 %	0,00 %	82,00 %	18,00 %	0,00 %
3º		17/09/2025	0,00 %	0,00 %	50,66 %	49,34 %	0,00 %	0,00 %
		29/10/2025	0,00 %	0,00 %	87,00 %	13,00 %	0,00 %	0,00 %
		10/12/2025	0,00 %	29,71 %	70,29 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		28/01/2026	0,00 %	43,00 %	57,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
4º		18/03/2026	0,00 %	66,66 %	33,34 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		29/04/2026	0,00 %	77,00 %	23,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		17/06/2026	0,00 %	86,97 %	13,03 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		29/07/2026	3,00 %	97,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		16/09/2026	0,00 %	80,86 %	19,14 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
		28/10/2026	0,00 %	72,00 %	28,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
5º		09/12/2026	79,09 %	20,91 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Fuente: en base al Fed Watch Tool del CME.

Los temores recesivos no tardaron en reflejarse en las expectativas de recortes de tasa de interés. Como es habitual, tomando como referencia el Fed Watch Tool del CME, vemos que **al mismo tiempo que el mercado pone en precios una mayor probabilidad de que se produzcan los recortes que pronosticaba durante la semana pasada (4 recortes), al cierre de este reporte ya proyecta una cantidad total de 5 recortes para el bienio 2025/2026**, cómo podemos observar en la figura nº5. Por su parte Europa, que ya viene experimentando problemas de crecimiento, redujo su tasa al 2,5%, como se esperaba. No obstante, las expectativas de futuros recortes se modificaron después de las noticias provenientes de Alemania que analizaremos en el próximo apartado.

## RENTA FIJA

El secretario del Tesoro, Scott Bessent, advirtió el viernes en una entrevista que la economía estadounidense podría experimentar algunas perturbaciones a medida que la administración **Trump desplaza la base del crecimiento desde el gobierno hacia el sector privado**. Bessent sostiene que la expansión bajo la administración Biden fue apoyada artificialmente por el gasto público, del cual el mercado se volvió adicto. "Vamos a tener un período de desintoxicación" declaró Bessent. No es la primera vez que el secretario del Tesoro hace mención del gasto público del gobierno y la necesidad de frenarlo.

En Europa, el escenario es completamente distinto. Los rendimientos de los "bunds" alemanes (bonos del Tesoro), comúnmente utilizados como referencia en la eurozona, registraron el miércoles su mayor aumento diario desde la reunificación de Alemania en 1990. La venta masiva se produjo después de que los legisladores de los partidos que se espera que formen el próximo gobierno de coalición de Alemania acordaran planes para reformar las históricas reglas de política de deuda para permitir un aumento en el gasto nacional de defensa, en medio de una fuerte tendencia de rearmamento militar observada en Europa. Las grandes naciones europeas ven actualmente la necesidad de refinanciar sus fuerzas armadas frente al cambio de paradigma fiscal en Estados Unidos, que durante muchos años financió el gasto militar del bloque occidental en la OTAN. Esta expectativa de mayor gasto fiscal se hizo sentir en las principales curvas soberanas de la Eurozona.

A nivel posicionamiento en renta fija, seguimos sosteniendo la importancia de estar cortos en duration frente a la volatilidad que pueden seguir mostrando las tasas largas, al mismo tiempo que sugerimos focalizar en la calidad crediticia en los portfolios. El inminente riesgo de recesión junto con la venta de activos de riesgo que trae aparejado, invita a tener una mayor selectividad de créditos. En este marco, vemos que la demanda por instrumentos de corta duración puede mantenerse firme, al tiempo que evaluamos rotar de la cartera deuda de alto rendimiento, que puede verse perjudicada en la medida que el mercado siga proyectando una recesión.

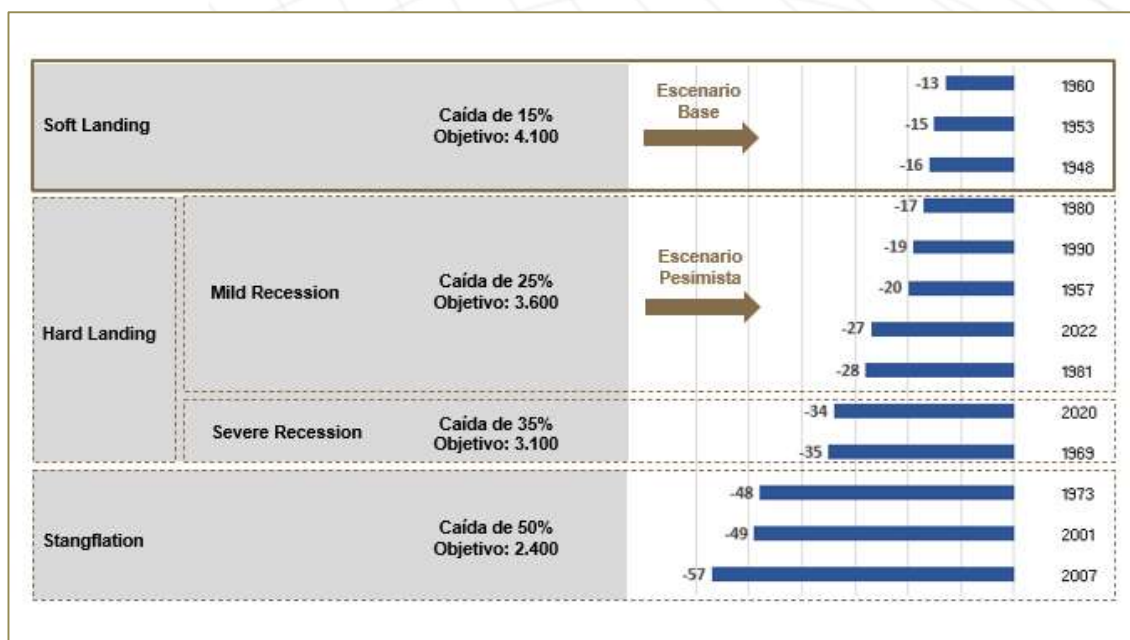
## Acciones

Históricamente ha existido una correlación entre las perspectivas de los escenarios negativos de la economía y los "drawdowns" del S&P500. En ese sentido, la confirmación de un escenario de "soft landing" se lo asocia con una caída del 15%, la de una "mild recession" con una contracción del 25%, una "severe recession" 35% y un escenario de "stangflation" 50%.

Un ejemplo de esta correlación ha sido la reciente performance del S&P500 durante 2022, año en el cual se instaló la perspectiva que, ante el endurecimiento de la política monetaria, la economía podía llegar a ingresar en un "soft landing" y luego el mercado comenzó a proyectar una "mild recession". Aclaremos, que nada eso ocurrió durante 2023, pero el mercado operó durante 2022 en función de dichos escenarios.

De esta forma, teniendo en cuenta que el S&P500 marcó máximos hacia fines de 2021 en un nivel de 4.800, en la figura n°6 detallamos los objetivos de corrección de dicho índice en lo que parecía ser el escenario base y luego el escenario pesimista.

**Figura n°6: Relación entre escenarios económicos y "drawdowns" del S&P500**



Fuente: en base a Raymond James

Habiéndose instalados dichos objetivos, en la figura n°7, podemos observar cómo fue la performance del mencionado índice.



**Figura n°7: S&P500 desde 2021**

Fuente: en base a Investing

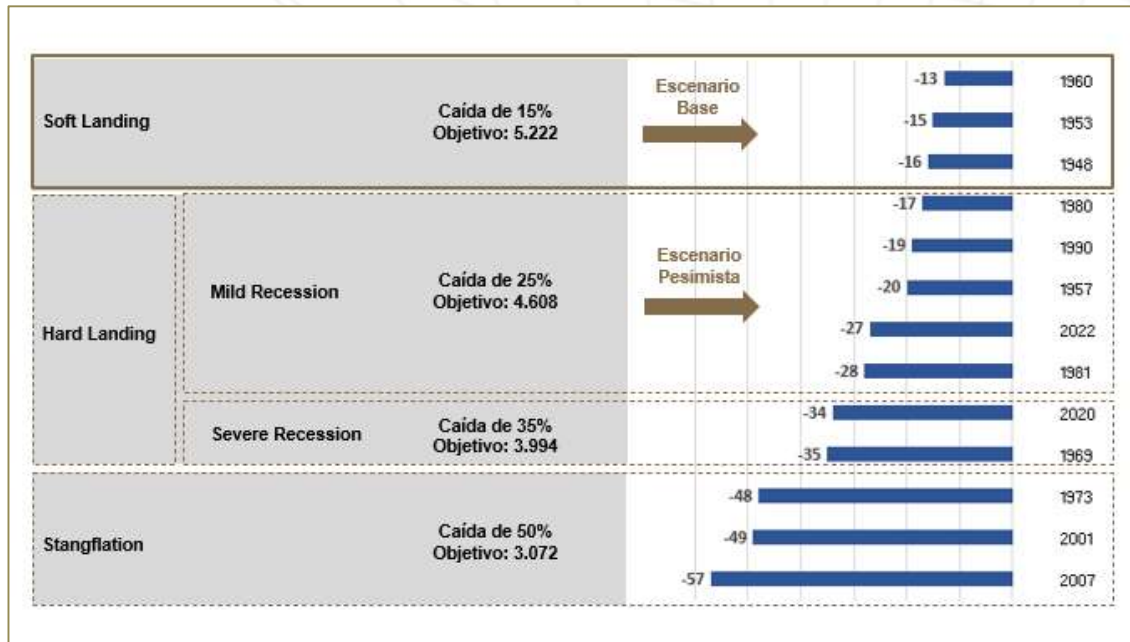
En dicha figura puede apreciarse como el índice corrigió hasta la zona de 4.100 durante el primer tramo de 2022 y que luego de una recuperación parcial, la invasión de Rusia a Ucrania modificó el escenario hacia una "mild recession" que llevó al índice a la zona de 3.700 para nuevamente recuperar. Cuando parecía que lo peor ya había quedado atrás, en agosto en el marco de la reunión en Jackson Hole, Powell comunicó que la inflación no estaba controlada, que era necesario endurecer aún más la política monetaria y que el mercado podía sufrir algún dolor, lo cual llevó al índice a finalmente cumplir la zona objetivo de 3.600.

Pasando ahora al presente, como venimos desarrollando en reportes previos, el consenso para este año era de un "soft landing", aunque parte del mercado consideraba un "no landing". La sucesión de indicadores que venimos señalando desde el reporte del 25 de febrero fueron instalando con más probabilidad el "soft landing", e incluso comenzaron a aumentar las probabilidades de una "mild recession" de la mano de la implementación de tarifas que viene impulsado la administración Trump, lo cual genera un escenario aún más grave en la medida que los países que son alcanzados por las tarifas reaccionan colocando más trabas comerciales, retroalimentando el efecto sobre la inflación y el nivel de actividad.

Teniendo en cuenta que el S&P500 logró este año un máximo de 6.144 en la figura n°8 compartimos los objetivos de los potenciales "drawdowns".



**Figura nº8: Relación entre escenarios económicos y "drawdowns" del S&P500**



Fuente: en base a Raymond James

**En este contexto sugerimos ser muy cautelosos en el posicionamiento de acciones y no tentarse rápidamente ante la actual corrección, teniendo en cuenta lo ocurrido en 2022 y que aún no está claro cuál será la información que presente el secretario de Comercio en abril y como se activará el equilibrio de tarifas país por país.**

### **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.