Balanz Thoughts | *¿Cuándo corta la Reserva Federal?*

Equipo de Research

Nicolás Kohn
nkohn@balanzadvisors.com.uy

Tomás Pallotti
tpallotti@balanz.com

Gabriel Pessi
gpessi@balanz.com

- En medio de las preocupaciones respecto a la estabilidad financiera luego de los eventos en Silicon Valley Bank y otros bancos regionales en EE.UU., la Reserva Federal decidió seguir con el curso del ajuste monetario y señalizar que el mismo estaría pronto a terminar (en mayo, probablemente).

- De acuerdo a la Reserva Federal, la crisis desatada en algunos bancos generó un impacto equivalente a una o dos subas de 25pbs adicionales en la tasa de política monetaria producto del ajuste en las condiciones financieras. Sin embargo, la extensión de este efecto es incierto ya que depende de la duración de su impacto en la economía.

- A pesar del mensaje repetido por la Fed de mantener la política monetaria contractiva por el tiempo necesario para hacer converger la inflación al 2%, los eventos de las últimas dos semanas llevaron al mercado a hacer un giro abrupto en términos de expectativas respecto al sendero de la política monetaria en Estados Unidos y a incorporar cortes de tasas, en particular para la segunda mitad del año.

- En este reporte analizamos los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria de la Fed desde 1974 para entender los hechos estilizados y las dinámicas de los precios de los activos durante los mismos.

- Lo que encontramos es que, al menos en los últimos cuatro ciclos de cortes de tasa, la Fed comenzó a cortar cuando la inflación núcleo se encontraba alrededor de 2%. Esto sugiere que, a niveles actuales, sería poco probable observar un inicio de corte de tasas tan pronto como en el segundo semestre, a menos que estemos rumbo a una marcada contracción económica en el corto plazo que haga bajar la inflación de manera rápida y consistente.

- Esto nos hace pensar dos cosas: (1) O las tasas del tesoro americano se encuentran vulnerables a una recalibración de expectativas respecto al sendero de la política monetaria para la segunda mitad del año, particularmente las de más corto plazo, o (2) la renta variable se encuentra vulnerable a caídas marcadas en los precios, ya que un escenario de contracción rápida en la actividad económica/recesión no se encuentra incorporado en los mismos. Consideramos que el primer caso es el más probable.

- Adicionalmente, exploramos el incremento reciente que experimentó la hoja de balance de la Fed para mostrar que el mismo estuvo explicada por la provisión de liquidez al sistema bancario y no porque la Fed haya decido poner fin al ajuste cuantitativo (reducción en la hoja de balance) iniciado en junio de 2022.

- Los hechos estilizados de los ciclos de cortes de tasas de la Fed muestran una mejor relación riesgo/retorno en la renta fija por sobre la renta variable. Esto, obviamente está relacionado a que las tasas de interés, particularmente las de corto plazo, tienden a acompañar a la tasa de política monetaria a la baja y que la Fed comenzó los ciclos de cortes en recesiones. Otro aspecto que aparece en el análisis de los hechos estilizados de los precios de los activos es que el desempeño de la renta fija y variable de mercados emergentes no parece compensar el riesgo.

¿Cuándo corta la Reserva Federal?

En medio de las preocupaciones respecto a la estabilidad financiera luego de los eventos en Silicon Valley Bank y otros bancos regionales en EE.UU., la Reserva Federal decidió seguir con el curso del ajuste monetario y señalizar que el mismo estaría pronto a terminar (en mayo, probablemente). A pesar del mensaje repetido por la Fed de mantener la política monetaria contractiva por el tiempo necesario para hacer converger la inflación al 2%, los eventos de las últimas dos semanas llevaron al mercado a hacer un giro abrupto en términos de expectativas respecto al sendero de la política monetaria en Estados Unidos y a incorporar cortes de tasas, en particular para la segunda mitad del año. En este reporte analizamos los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria de la Fed desde 1974 para entender los hechos estilizados y las dinámicas de los precios de los activos durante los mismos. Lo que notamos es que, al menos en los últimos cuatro ciclos de cortes de tasa, la Fed comenzó a cortar la tasa cuando la inflación núcleo se encontraba alrededor de 2%. Esto sugiere que, a niveles actuales, sería poco probable observar un inicio de corte de tasas tan pronto como en el segundo semestre, a menos que estemos rumbo a una marcada contracción económica en el corto plazo que haga bajar la inflación de manera rápida y consistente. Adicionalmente, exploramos el incremento reciente que experimentó la hoja de balance de la Fed para mostrar que la misma estuvo explicada por la provisión de liquidez al sistema bancario y no porque la Fed haya decido poner fin al ajuste cuantitativo (reducción en la hoja de balance) iniciado en junio de 2022.

Recalculando…

La crisis con algunos bancos en Estados Unidos y los coletazos hacia Credit Suisse, generaron un marcado impacto en el mercado de renta fija y en el sendero esperado para la política monetaria en Estados Unidos. Desde el 8 de marzo hasta ahora, las tasas del tesoro americano con vencimiento mayor a un año acumularon una caída promedio de 71pbs (Gráfico 1). Sin embargo, los mayores movimientos estuvieron en las tasas de 2, 3 y 5 años, ya que experimentaron reducciones de 118, 107.5, 88pbs, respectivamente, mientras que las tasas de 10 y 30 años se redujeron en 54.0 y 17.5pbs, respectivamente. Tal como lo notamos en nuestro Balanz Thoughts anterior (link), el fuerte movimiento en las tasas de interés estuvo acompañado por una recalibración significativa en el sendero proyectado para la tasa de política monetaria, por lo menos aquel que se deriva de los contratos de futuros. Como se puede apreciar en el Gráfico 2, la tasa de política monetaria terminal para el ciclo actual se proyectaba en 5.7% en julio el 8 de marzo. Los eventos subsiguientes con SVB, llevaron a la tasa terminal implícita a 4.75% en junio para luego ubicarse actualmente en 5% en mayo.

Gráfico 1: Curva de rendimientos en Estados Unidos

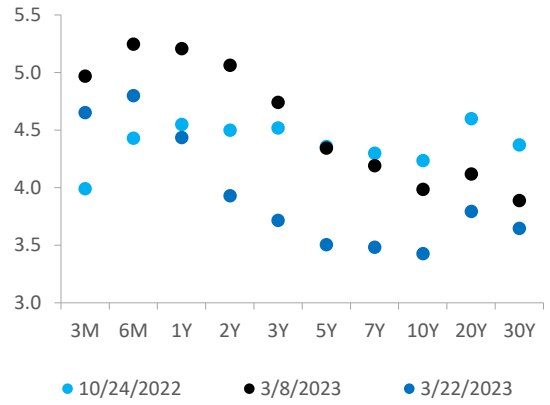
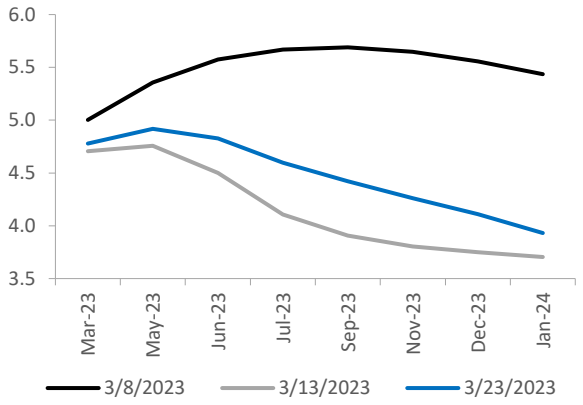


Gráfico 2: Tasa de política monetaria implícita

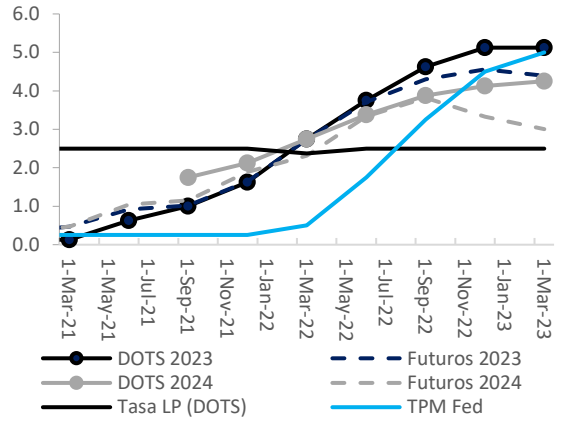


Nota: El gráfico 1 muestra la curva de rendimientos del tesoro americano en distintos momentos del tiempo. El gráfico 2 ilustra la tasa de política monetaria implícita en los contratos de futuros. Fuentes: Bloomberg & Balanz.

La Reserva Federal decidió continuar con el curso del ajuste y subir la tasa de política monetaria en 25pbs hacia 4.75-5.00%, en línea con lo esperado. Si bien el espectro de opiniones se venía ampliando estos días, la Fed finalmente decidió convalidar la expectativa general y seguir con el ajuste monetario. Sin embargo, tal como lo señaló el presidente de la Fed, Jerome Powell, se

consideró la opción de no mover la tasa en esta reunión. Si bien el comunicado de la decisión había señalado que los eventos recientes van a resultar en condiciones financieras más apretadas para los hogares y negocios y que, por lo tanto, tendrán un impacto en la actividad, empleo e inflación, la duración de estos efectos permanece incierto. Luego, en la conferencia de prensa, Powell dijo que el ajuste en las condiciones financieras desatado tras los eventos luego de SVB podrían asemejarse con una o dos subas de 25pbs en la tasa de política monetaria.

Gráfico 3: *DOT plot* y curva de futuros



Nota: DOTS son los puntos medios de las estimaciones de los miembros del comité de política monetaria respecto a la tasa de política de la Fed para cada año. El gráfico contiene información hasta el 23 de marzo de 2023 Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

La tasa terminal de política monetaria estimada por los miembros de la Fed se mantuvo en 5.1%, con lo que el ciclo de ajuste podría terminar en mayo. Dado que la proyección considera el promedio del límite inferior (4.75%) y superior (5.00%) de la tasa de política monetaria, una suba más llevaría dicho promedio a 5.125% en mayo 3, en caso de materializarse, con lo que así terminaría el ciclo de ajuste más fuerte en velocidad y magnitud desde 1980. Para 2024, la actualización de las proyecciones de los miembros de la Fed mostró una tasa terminal en 4.3% (desde 4.1% en diciembre). Un aspecto importante que Powell señaló durante la conferencia de prensa y algo que está implícito en las proyecciones es que la Fed no piensa reducir la tasa de política monetaria en 2023, algo que está (nuevamente, ver aquí) en contra de lo que proyecta el mercado, dejando a las tasas de interés del tesoro en un lugar de potenciales presiones al alza. Respecto al crecimiento, la Fed redujo la proyección de 2023 y 2024 a 0.4% y 1.2%, respectivamente, desde 0.5% y 1.6% en diciembre. Por el lado de la inflación, las estimaciones para el índice PCE subieron a 3.3% en 2023 (desde 3.1%) y se mantuvieron en 2.5% y 2.1% en 2024 y 2025, respectivamente, mientras que para el índice núcleo se proyecta una inflación de 3.5% y 2.6% en 2023 y 2024, respectivamente, desde 3.5% y 2.5% en diciembre.

Manteniendo el ajuste cuantitativo

La expansión de la hoja de balance de la Reserva Federal desde el 8 de marzo tiene como objetivo proveer de liquidez al sistema bancario y no estimular a la economía. El comunicado de la Fed de ayer señaló que no hay cambios en el ritmo de reducción de las tenencias de bonos del tesoro y de activos respaldados por hipotecas. Esto es, el ajuste cuantitativo sigue en curso a pesar de la expansión temporaria en la hoja de balance. Mucho se debatió respecto a si la reciente expansión en la hoja de balance de la Fed por un monto cercano a USD 300 mil millones desde el 8 de marzo (Gráfico 4) significaba el fin del ajuste cuantitativo iniciado a mitad de 2022 por el cual la Fed reducía su tenencia de bonos del tesoro y activos respaldados por hipotecas en un monto total de USD 95 mil millones por mes (ver aquí para detalles). En un programa de relajamiento cuantitativo (o *quantitative easing* en inglés), la Reserva Federal busca expandir su hoja de balance haciendo crecer el activo a través de la compra de bonos del tesoro y de activos respaldados por hipotecas para así poder afectar las tasas de interés de mayor vencimiento en el mercado de bonos y en el hipotecario. De esta forma, busca estimular el crecimiento económico favoreciendo menores tasas de interés

para incentivar el crédito y el mercado inmobiliario.

La hoja de balance probablemente vaya a seguir expandiéndose en el corto plazo, lo que no indica una relajación monetaria. Una inspección de los elementos del activo en la hoja de balance de la Fed muestra que, desde el 8 de marzo, la tenencia de bonos del tesoro (representan el 61.7% del activo) se redujo en USD 7.000 millones, mientras que la de los activos respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities*; 30.2% del activo) se contrajo en USD 1.300 millones. Lo que explica la totalidad del crecimiento en el activo es la provisión de liquidez de la Fed a los bancos (Gráfico 5) en su rol de prestamista de última instancia. Por lo tanto, la duración del stress en el sistema financiero determinará el tamaño y extensión de la hoja de balance. Sin embargo, otro elemento que podría hacer crecer la misma está relacionado con lo anunciado por la Fed, en conjunto con los bancos centrales de Canadá, Europa, Japón, Inglaterra y Suiza (link), y es que ampliarían la provisión de liquidez vía la línea de swap en dólares americanos actualmente disponible. Este mecanismo de intercambio de monedas, en particular para proveer liquidez en dólares americanos en estos momentos, se estableció de manera permanente en 2013 entre los seis bancos centrales y ya fue usado en momentos de marcado estrés, como en la crisis financiera de 2008 y la crisis desatada por el Covid en 2020 (Gráfico 6). Esto sugiere que, en caso de usarse, la hoja de balance de la Fed se podría expandir aún más en las próximas semanas.

Gráfico 4: Activos totales de la Fed (USD mn)

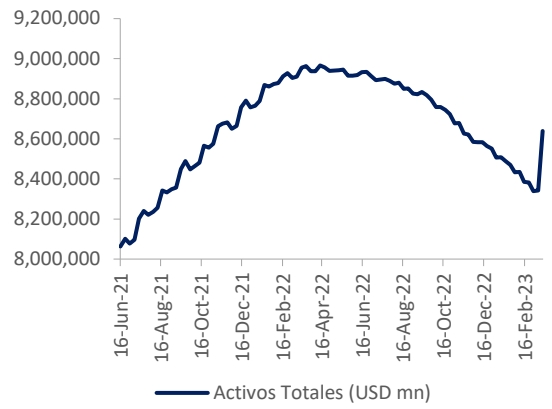


Gráfico 5: Línea de liquidez de la Fed con bancos

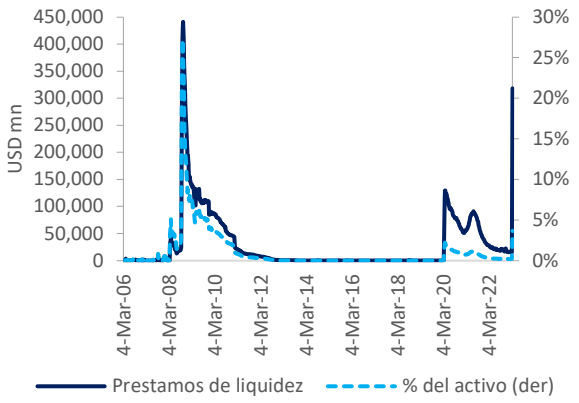
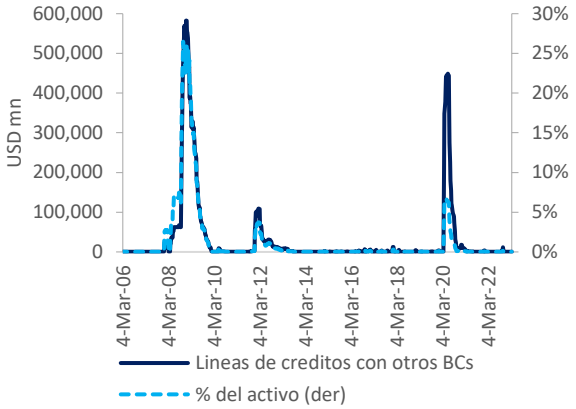


Gráfico 6: Swap de monedas con otros BCs



Nota: El gráfico 4 muestra la evolución del activo total de la Fed en millones. El gráfico 5 ilustra la línea de liquidez de la Fed con el sistema bancario (en el eje derecho se expresa como % del activo), mientras que el gráfico 6 muestra la evolución de la línea de crédito de la Reserva Federal con otros Bancos Centrales (swaps de monedas)). BCs hace referencia a bancos centrales. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

Anatomía de los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria de la Fed

Los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria tienden a ser más rápidos y concentrados en un menor intervalo de tiempo que los ciclos de subas. Dadas las preocupaciones imperantes respecto a la dinámica del sistema bancario, su impacto en la inflación y crecimiento y los cortes que incorpora

el mercado en la tasa de política monetaria para la segunda mitad del año, analizamos los aspectos empíricos de los ciclos de corte de la Fed desde 1974 en adelante. Lo que buscamos entender es cuándo se dieron los mismos en términos de inflación y desempleo, a qué velocidad ocurrieron y así tener una mejor idea del momento en que podrían llegar.

En promedio, los ciclos de reducción en la tasa de política monetaria desde 1974 tuvieron una duración de nueve meses (Tabla 1). Sin embargo, hubo tres ciclos de cortes que se extendieron por 16 (agosto 2007 – diciembre 2008), 30 (diciembre 2000 – junio 2003) y 40 meses (mayo 1989 – septiembre 1992; gráfico 7)[1]. La reducción promedio de la tasa de política monetaria fue de 450pbs[2] y la distribución de los cortes muestra que, si bien mayoritariamente fueron movimientos entre 25 y 50pbs, también se observaron cortes de 75bps, 100pbs y aún mayores (mucho de estos se manifestaron durante los 80s cuando la tasa de política monetaria era más elevada y volátil). A diferencia de los ciclos de subas, en los de corte, la Reserva Federal fue más propensa a rebajar la tasa de política monetaria por encima de las expectativas y generar sorpresas.

Tabla 1: Resumen de los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal

	Ciclo 1	Ciclo 2	Ciclo 3	Ciclo 4	Ciclo 5	Ciclo 6	Ciclo 7	Ciclo 8	Ciclo 9	Ciclo 10
Inicio	Nov-74	Mar-80	Mar-82	Sep-84	Nov-85	May-89	Jun-95	Dec-00	Aug-07	Jun-19
Fin	Apr-75	Jun-80	Dec-82	May-85	Aug-86	Sep-92	Jan-96	Jun-03	Dec-08	Mar-20
Duración (meses)	5	3	9	8	9	40	7	30	16	9
TPM Inicio (%)	9.25	20.00	15.00	11.75	8.00	9.75	6.00	6.50	5.25	2.50
TPM Fin (%)	5.25	9.50	8.50	7.75	5.88	3.00	5.25	1.00	0.25	0.25
Cambios en las tasas a lo largo del ciclo de corte (en puntos básicos)										
TPM	-400	-1050	-650	-400	-212	-675	-75	-550	-500	-225
2yr		-566	-500	-316	-253	-501	-87	-380	-337	-151
5yr	56	-383	-430	-269	-266	-332	-73	-257	-270	-139
10yr	67	-255	-379	-217	-264	-225	-62	-160	-232	-134
30yr		-232	-325	-169	-264	-121	-59	-90	-215	-121
Recesión durante el ciclo de corte?	Sí	Sí	Sí	No	No	Sí (en 1990)	No	Sí (en 2001)	Sí	Sí

Nota: La tabla muestra los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria (TPM) de la Reserva Federal desde 1974, así como también movimientos totales de las tasas de interés de los bonos del tesoro americano con vencimiento a 2, 5, 10 y 30 años durante los meses del ciclo de corte. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

Debido a que los cortes de tasas suelen llegar con las recesiones (Tabla 1), la Reserva Federal realizó reuniones de emergencia (o sea, fuera del calendario establecido por la Fed para las reuniones de política monetaria) para reducir la tasa de política monetaria de manera adicional. El más reciente fue el 3 de marzo de 2020 en medio de la pandemia de Covid, cuando la Fed redujo la tasa de política monetaria en 50pbs a 1.25% para luego cortarla en 100pbs en su reunión agendada el 15 de marzo. Las otras reuniones de emergencia de la Fed se dieron durante la crisis de 2008 (enero y octubre), en 2001 con la crisis de las *.com* y los eventos del 9/11 y en octubre de 1998 en medio de la implosión del fondo de inversión *Long Term Capital Management*[3].

La experiencia histórica, particularmente al de los últimos cuatro ciclos (desde 1995 en adelante), muestra que la Fed empezó a reducir la tasa de política monetaria una vez que la inflación núcleo se encontraba en 2% (Gráfico 11). Una mirada a la relación entre desempleo e inflación al inicio del ciclo de corte de la Fed (Gráfico 8), muestra que la función de reacción de la autoridad monetaria fue cambiando en el tiempo. Mientras que en los 70s-principio de los 80s el inicio de ciclo de corte se daba con una alta inflación y desempleo, con el correr de los años, la vara hacia una menor inflación fue volviéndose más preponderante al inicio del ciclo de corte que el nivel de desempleo. Esto puede observarse claramente en los gráficos 9-11, en los cuales podríamos separar los ciclos de corte en

[1] Cabe destacarse que la velocidad de corte en cada uno de los ciclos no fue lineal y que los estuvieron en un tiempo algo más concentrado de lo que comprende el período extensivo.

[2] Notar que la tasa de política monetaria de la Fed fue mucho más elevada hasta mediados/fines de los 80s.

[3] https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-02/a-brief-history-of-the-federal-reserve-s-emergency-rate-shifts.

3: (1) ciclos 1-3, (2), ciclos 4-6 y (3) ciclos 7-10. En este sentido, y teniendo en cuenta el mensaje que vinieron dando los miembros de la Fed desde marzo del año pasado —el cual estaba orientado a no cortar la tasa de política monetaria de manera prematura y solo hacerlo cuando estuviesen seguros de que la inflación convergería al 2%— es que vemos de cabal importancia el mensaje provisto por el gráfico 11, el cual muestra que la medida preferida de inflación de la Fed se encontraba muy cerca de 2% a/a al inicio del ciclo de corte (en los últimos ciclos).

Gráfico 7: Duración y tamaño de los cortes

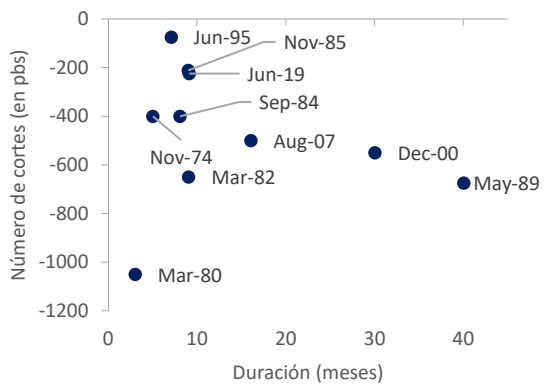


Gráfico 8: Desempleo e inflación al inicio del ciclo

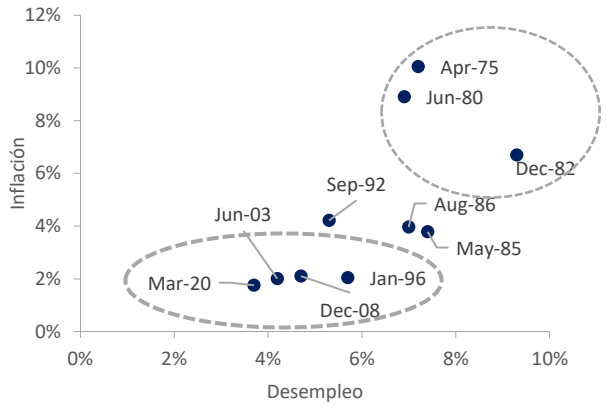


Gráfico 9: Inflación total (a/a) al inicio del ciclo

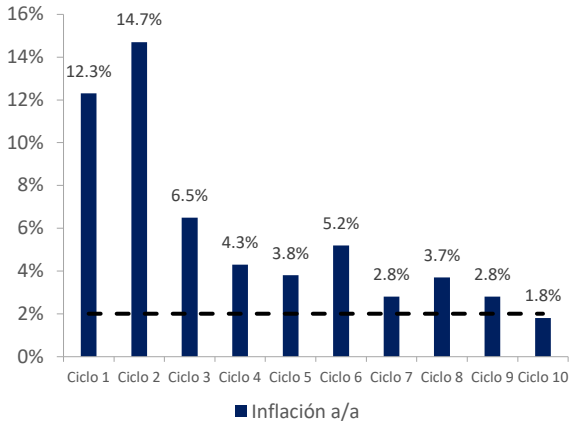


Gráfico 10: Inflación núcleo (a/a) al inicio del ciclo

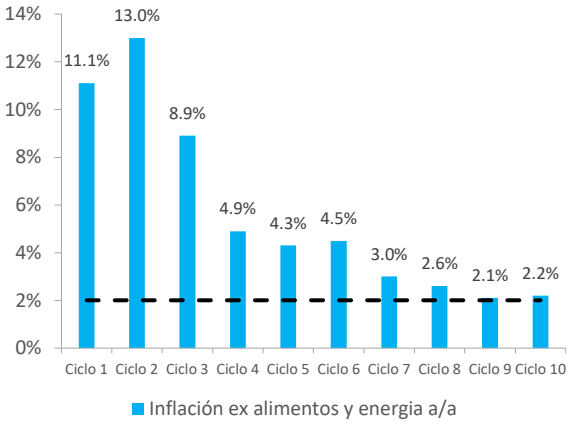


Gráfico 11: Inflación PCE núcleo (a/a) al inicio del ciclo

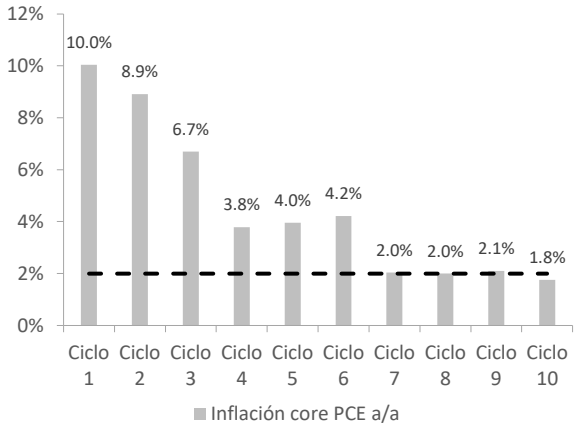
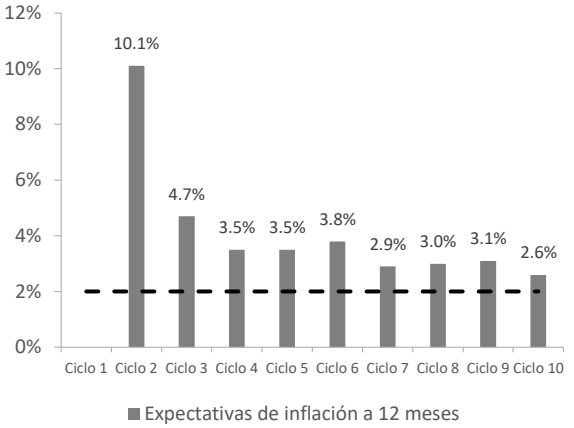


Gráfico 12: Expectativas de Inflación al inicio del ciclo



Nota: El gráfico 7 ilustra la duración en meses de cada ciclo de corte así como el tamaño total del mismo (en la tasa de política monetaria). Las fechas indicadas corresponden al mes de inicio en el ciclo. El gráfico 8 muestra la tasa de inflación interanual y el desempleo en el mes de inicio del ciclo de corte, mientras que los gráficos 9-11 ilustran la inflación total (IPC) y la núcleo (excluyendo alimentos y energía), tanto para el IPC como para el índice PCE (el que sirve de referencia para la meta de inflación de la Fed; PCE denota *Personal Consumption Expenditure* en inglés). El gráfico 12 ilustra la expectativa de inflación a un año proveniente de la encuesta mensual elaborada por la Universidad de Michigan. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal, Universidad de Michigan & Balanz.

No tan pronto…

La todavía elevada inflación, junto con el mensaje de la Fed y los hechos estilizados, hacen que el corte de tasa incorporado en la curva de rendimientos para la segunda mitad del año luzca apresurado. La inflación total medida por el IPC se ubicó en 6.0% en febrero, mientras que aquella medida por el índice PCE en 5.4% (último dato en enero) y 4.7% para el componente núcleo (Gráfico 13). Los índices PCE y su componente núcleo de febrero se conocerán a fin de mes, en donde se espera que el segundo muestre una variación de 4.7%, igual que la de enero. Esto sugiere que la inflación se encuentra muy lejos todavía de la meta de 2% de la Fed. Una simple proyección de la inflación basada en el comportamiento estacional de la misma muestra que el IPC total podría converger hacia 3% a fines de 2023 (por debajo del 4.1% esperado por el consenso de los economistas encuestados en Bloomberg), mientras que para los índices PCE total y núcleo el mismo ejercicio arroja una variación interanual de 2.8% y 2.6%, ambos por debajo del 3.5% y 3.6% esperado por el consenso de economistas para este año (Gráfico 14).

Gráfico 13: Inflación interanual

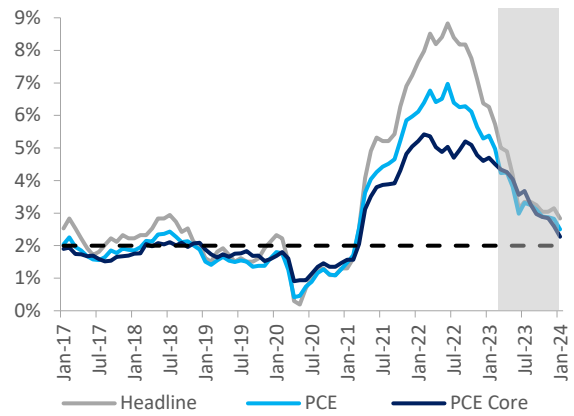


Gráfico 14: Proyecciones de inflación EE.UU. 2023

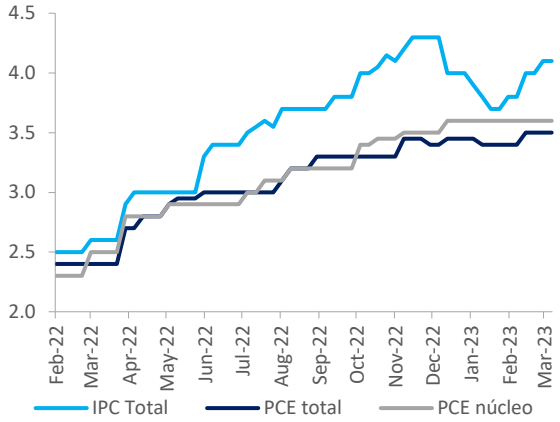
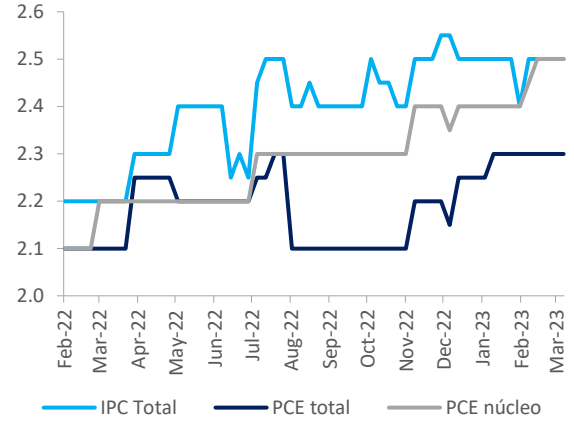


Gráfico 15: Proyecciones de inflación EE.UU. 2024



Nota: El gráfico 13 ilustra la variación interanual de los índices de precios IPC, PCE y PCE núcleo (core). Los datos a partir de marzo 2023 asumen un comportamiento de la inflación en línea con su patrón estacional y en base a eso se infiere la variación interanual. Los gráficos 14 y 15 muestran la evolución de las proyecciones de los economistas encuestados en Bloomberg de las distintas medidas de inflación en Estados Unidos en 2023 y 2024. Fuentes: Bloomberg & Balanz.

En su actualización de proyecciones económicas en la reunión de esta semana, la Reserva Federal elevó la estimación de inflación a 3.3% en 2023, desde 3.1% en diciembre. Esto corresponde al índice PCE, para el cual mantuvo la estimación de inflación de 2.5% en 2024 y 2.1% en 2025. Para el componente núcleo, la Fed subió su proyección a 3.6% y 2.6% en 2023 y 2024, respectivamente, desde 3.5% y 2.5% en diciembre, mientras que para 2025 la proyecta en 2.1%, igual que en diciembre. Por su lado, el consenso de economistas encuestados en Bloomberg estima una variación del IPC total de 2.5% en 2024, mientras que para el índice PCE total y núcleo proyecta una variación de 2.3% y 2.5% en 2024, no muy diferente a las estimaciones de los miembros de la Fed. La dinámica inflacionaria para los próximos meses hace pensar que sería poco probable que la Fed empiece a

cortar las tasas de interés tan pronto como en junio-julio, a menos que estemos en curso a una marcada desaceleración económica que nos lleve a una fuerte caída de la inflación. Esto nos hace pensar dos cosas: (1) O las tasas del tesoro americano se encuentran vulnerables a una recalibración de expectativas respecto al sendero de la política monetaria para la segunda mitad del año, particularmente las de más corto plazo, o (2) la renta variable se encuentra vulnerable a caídas marcadas en los precios en los próximos meses ya que un escenario de contracción rápida en la actividad económica/recesión no se encuentra incorporado en los mismos. Nosotros somos más de la idea de que el primer caso es el más probable, más teniendo en cuenta las acciones llevadas a cabo por la Fed en pos de la estabilidad financiera en las últimas dos semanas.

Hechos estilizados en los precios de los activos durante los ciclos de corte

Una vez iniciado el ciclo de cortes en la tasa de política monetaria, la curva de rendimientos incorpora progresivamente caídas en las tasas, principalmente en los tramos más cortos. Esto se traduce en un empinamiento de la curva, revirtiendo la habitual inversión que se suele observar en los ciclos de ajuste. Medida a través de la mediana de los últimos 10 ciclos de recortes en la tasa de la Fed desde 1974, la compresión de tasas para el bono a 2 años fue de alrededor de 75pbs en los primeros tres meses de iniciado dicho ciclo, una caída que se acentúa progresivamente hasta alcanzar los 180pbs de recortes una vez transcurrido el primer año. El tramo más largo, encabezado por el bono a 10 años, muestra una compresión de 32 y 36pbs para los primeros tres y doce meses del ciclo, respectivamente. Sin embargo, cabe destacar que la volatilidad es mayor en este tramo, en donde en 5 de los 10 ciclos analizados se experimentaron subas de tasas en el primer año, mientras que esto sucedió en sólo uno de los ciclos cuando se analiza el bono a 2 años. La profundidad de una eventual recesión tras el ciclo de ajuste, lo cual afecta las expectativas de tasas y crecimiento futuro, sumado a la prima de riesgo, ayudan explicar las diferencias. Por ende, será clave eventualmente monitorear la dinámica de la actividad económica para analizar el tramo largo de la curva.

Gráfico 16: Tasa del tesoro a 2 años

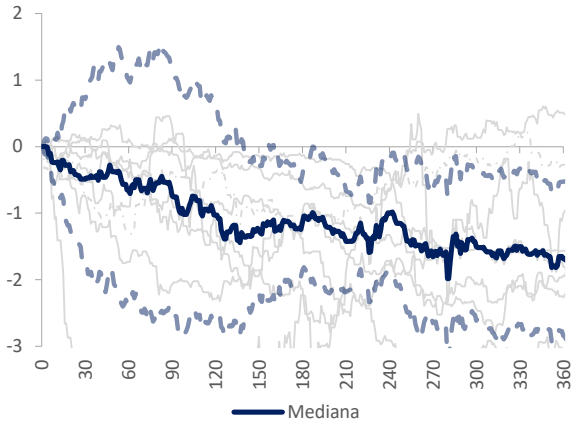


Gráfico 17: Tasa del tesoro a 5 años

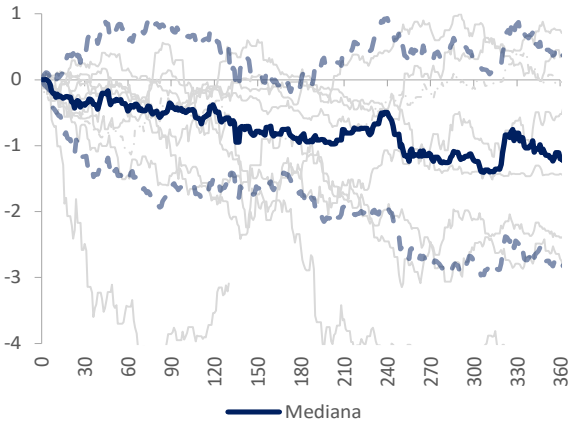


Gráfico 18: Tasa del tesoro a 10 años

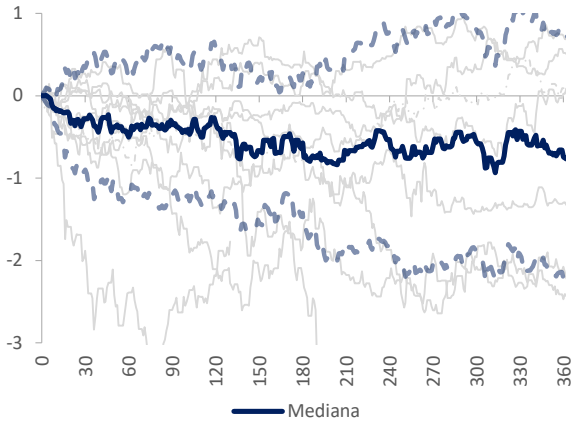
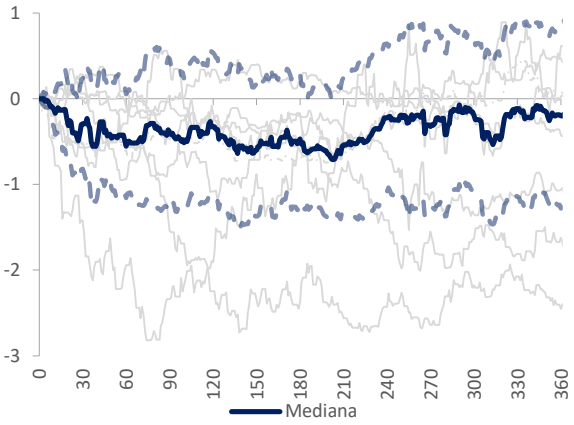


Gráfico 19: Tasa del tesoro a 30 años



Nota: Los gráficos 16-19 muestran la evolución de las tasas del tesoro americano con vencimiento a 2, 5, 10 y 30 años desde el día en que la Reserva Federal comenzó el ciclo de cortes en la tasa de política monetaria. El eje X mide los días desde el comienzo del ciclo de cortes y el eje Y mide la variación de las tasas en puntos porcentuales. Las líneas grises representan los 10 ciclos (29/11/1974, 31/3/1980, 31/3/1982, 28/9/1984, 29/11/1985, 31/5/1989, 30/6/1995, 29/12/2000, 31/8/2007 y 28/6/2019). Particularmente, el ciclo del 31/3/1980 se encuentra limitado hasta 120 día. La línea azul representa la mediana de todas las series, mientras que las líneas punteadas son un desvío (+/-) de la mediana. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

Los índices agregados de renta fija, en promedio, se benefician de la caída en las tasas de interés, aunque con matices ya que para mercados emergentes la suba en los spreads terminó generando un balance de riesgo/retorno no tan favorable para los mismos. Se puede observar en el gráfico 20 cómo el índice agregado de bonos del tesoro mantiene una tendencia al alza, ayudada por la compresión de las tasas más cortas. Sin embargo, en los gráficos 21 y 22 esta tendencia se desacelera para el tramo medio y largo de dicha curva, respectivamente, en línea con lo que comentamos acerca del comportamiento de las tasas de mayor para los bonos de mayor duración. Regionalmente, los spreads de crédito juegan un rol más preponderante. El índice agregado de renta fija para Estados Unidos (gráfico 23) muestra una tendencia al alza bastante uniforme a lo largo de los distintos ciclos analizados, cuya mediana muestra una suba próxima al 7% al año de iniciado el ciclo de recortes en la tasa de la Fed. Por el contrario, para mercados emergentes (gráfico 24) este comportamiento es menos claro y su mediana se mantiene más bien con pocos cambios a lo largo del ciclo, resultando en una ganancia cercana al 2% tras un año desde su inicio. Esto suele estar asociado a una suba en los spreads de riesgo crediticio que más que compensan las ganancias fruto de la caída de tasas, explicados en parte por cierta desaceleración de la economía global o una mayor aversión al riesgo luego del ajuste monetario que tiene lugar antes del ciclo de recortes. De todos modos, dada la disponibilidad de datos, este gráfico se encuentra muy influido por la serie que se inicia en junio de 2019, la cual abarca la suba de spreads de la pandemia. En cualquier caso, la dinámica de los ciclos del 2000 y 2007 presentan una imagen de cierta estabilidad, similar al de la mediana, lo que llama a mostrar cautela y selectividad sobre la renta fija de mercados emergentes.

Gráfico 20: Índice de bonos del tesoro americano

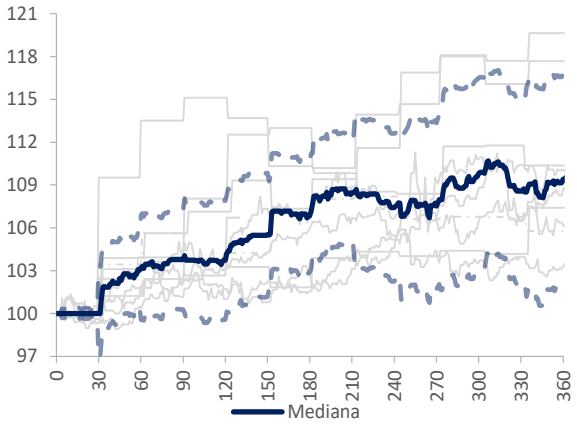


Gráfico 21: Bonos con vencimiento intermedio

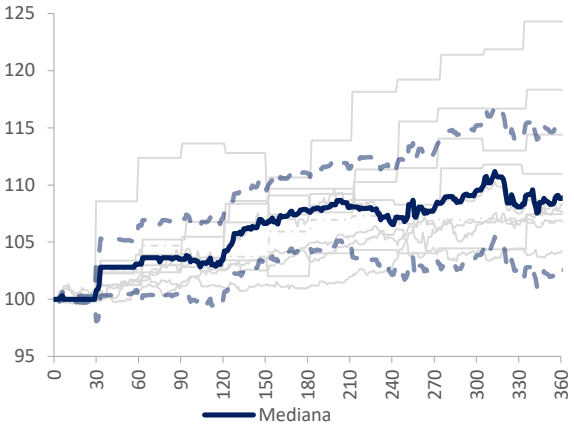


Gráfico 22: Bonos con vencimiento largo

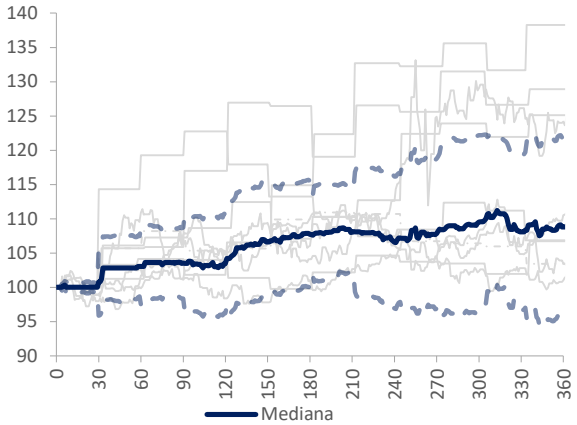


Gráfico 23: *US Aggregate*

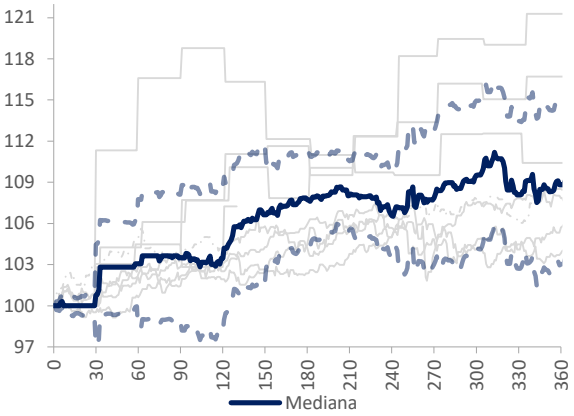
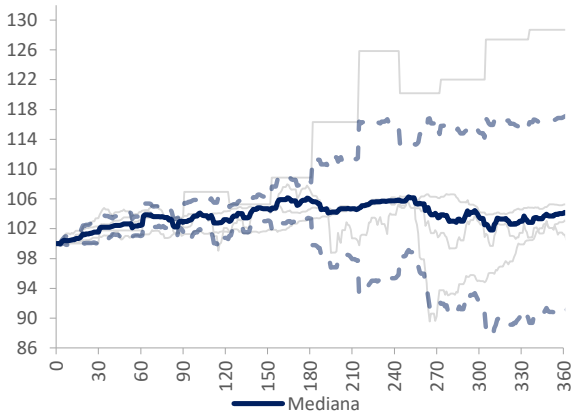


Gráfico 24: Bonos de mercados emergentes en USD



Nota: Los gráficos 20-22 muestran la evolución del índice de los bonos del tesoro americano desagregados por madurez, mientras que el índice *US.Aggregate* (gráfico 23) está compuesto por bonos del tesoro americano, corporativos y activos respaldados por hipotecas. El grafico 24 contiene la evolución del índice de bonos en dólares para mercados emergentes elaborado por Bloomberg. Los gráficos 20-24 ilustran el sendero de los índices de renta fija seleccionados desde el día en que la Reserva Federal comenzó el ciclo de cortes en la tasa de política monetaria. El eje X mide los días desde el comienzo del ciclo de cortes y el eje Y mide la variación de las tasas en puntos porcentuales. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

Por el lado de las acciones, los índices de renta variable mostraron un peor comportamiento cuando la Fed cortó las tasas en momentos de recesión económica y geográficamente, las acciones en Estados Unidos tendieron a mostrar una mejor relación riesgo/retorno. Tomando la mediana de los ciclos para los distintos índices accionarios analizados, se observa que los rendimientos tienden a ser positivos una vez que la Reserva Federal comienza a realizar cortes en la tasa de política monetaria (Gráficos 25-29). Sin embargo, esta dinámica es mixta dependiendo si se analiza un ciclo en donde hubo recesión o no. De esta manera si desagregamos la mediana para aquellos ciclos en los que hubo una recesión[4] y para aquellas en los que no la hubo[5] se pueden obtener conclusiones más evidentes. Un elemento que se observa uniformemente a lo largo de los períodos en los que no hubo una recesión es que los rendimientos son positivos hasta doce meses posteriores desde el momento en que la Fed comienza a reducir la tasa de interés. Estos rendimientos son 9.7pps más altos comparados contra la mediana de los ciclos en general, lo cual se extiende hasta 16.6pp cuando se los compara contra aquellos en los que hubo recesión. La dinámica de los ciclos en donde hubo una recesión no es tan evidente, aunque el promedio muestra rendimientos positivos fueron cercanos 2.6%. Por último, el índice de acciones de mercados emergentes (Gráfico 30) tiende a estar más sesgados por los escenarios negativos, aunque esto está muy influenciado por la disponibilidad de datos (desde 1989), y cuya mediana muestra una caída de 5.2% en el primer año del ciclo de cortes.

Gráfico 25: S&P 500

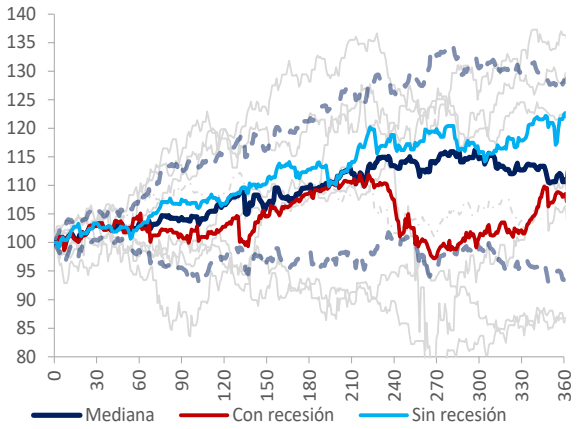


Gráfico 26: Dow Jones

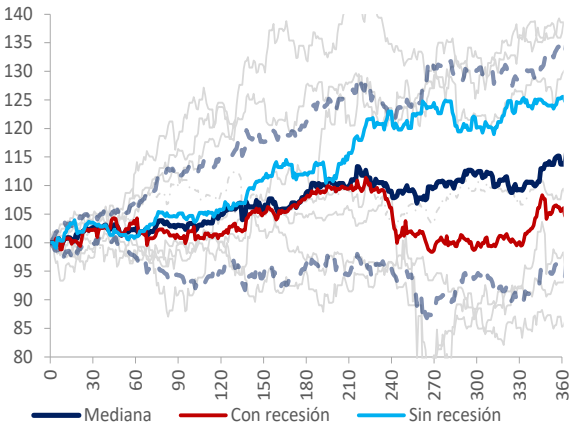


Gráfico 27: Nasdaq

Gráfico 28: MSCI World

[4] Recesión: 1974/11/29, 1980/03/31, 1982/03/31, 1989/05/31, 2000/12/29, 2007/08/31 y 2019/06/28

[5] Sin Recesión: 1984/09/28, 1985/11/29 y 1995/06/30

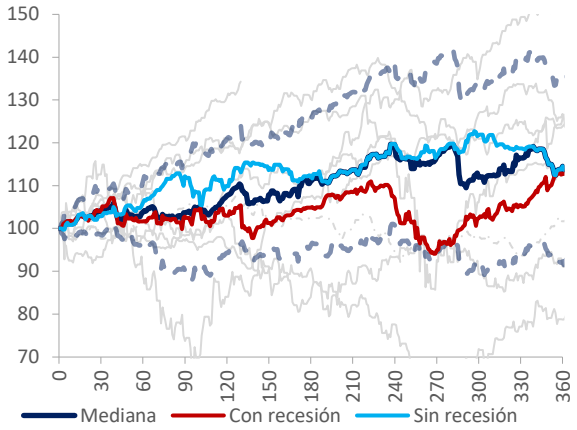


Gráfico 29: MSCI Desarrollados

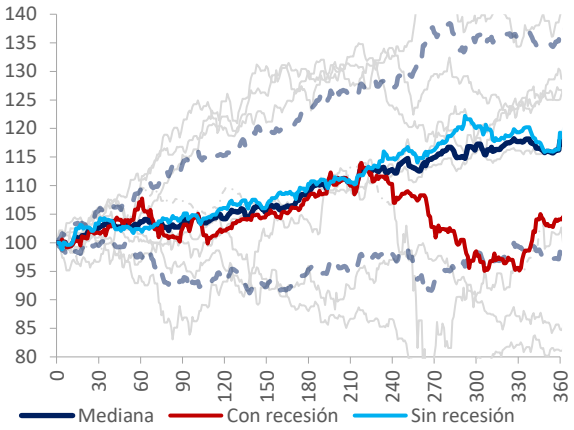
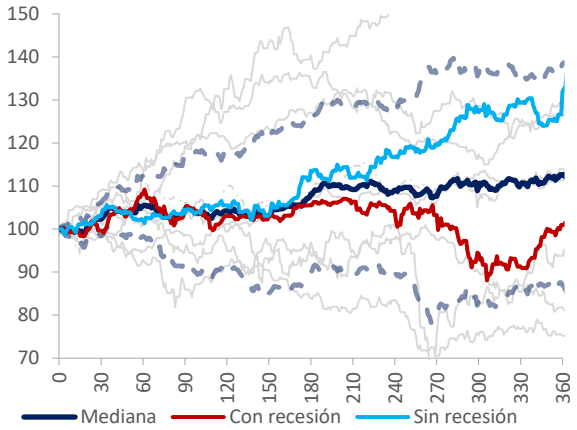
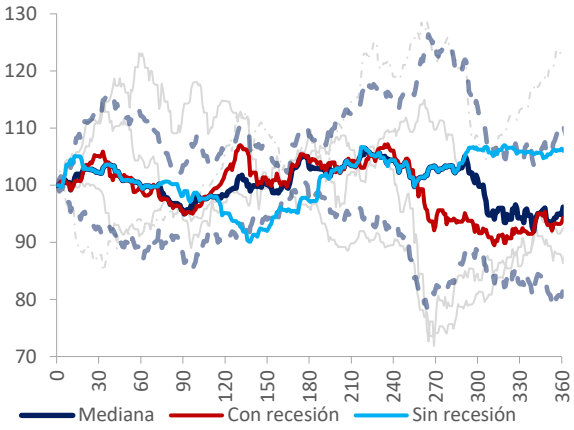


Gráfico 30: MSCI Emergentes





Nota: Los gráficos 25-30 muestran la evolución de los distintos índices de renta variable desde el día en que la Reserva Federal comenzó el ciclo de cortes en la tasa de política monetaria. Todos los índices están medidas en dólares americanos. El eje X mide los días desde el comienzo del ciclo de cortes de la Fed y el eje Y mide la variación de las tasas en puntos porcentuales. La línea celeste representa la mediana de los escenarios sin recesión, mientras que la roja los escenarios con recesión. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

A diferencia de los índices de renta fija, los índices de renta variable tendieron a mostrar mucha mayor varianza a lo largo de los ciclos de cortes de la Fed. Si bien en promedio, las acciones tendieron a mostrar un cierto desempeño positivo a lo largo de los ciclos de corte de la Fed, los senderos observados mostraron una mucho mayor dispersión que en la renta fija y con caídas mucho más marcadas en escenarios más negativos. Teniendo en cuenta el escenario actual de elevadas tasas de interés y valuaciones que no lucen muy baratas (tampoco muy caras), la asimetría parecería estar más en favor de la renta fija que por sobre la renta variable una vez que el ciclo de cortes de la Fed se inicie. Sin embargo, todavía falta que corra mucha agua bajo el puente. El análisis de los hechos estilizados en los precios de los activos lo tomamos como una referencia más para pensar el posicionamiento del portafolio ya que cada ciclo tiene su particularidad y actualmente estamos en el ciclo de ajuste más fuerte y rápido la década de los 80s.

El *flight-to-quality* en los momentos de recesión es un factor determinante para el dólar y el oro. El dólar, medido por el índice DXY, el cual mide la evolución del dólar americano frente a una canasta de monedas de mercados desarrollados, suele apreciarse de manera acotada en la mediana de los escenarios, aunque sin una tendencia clara y con una alta varianza a lo largo de los ciclos de corte (Gráfico 31). Sin embargo, esto se esclarece en períodos de recesión, donde la dinámica suele ser más benigna para el dólar ya que la aversión al riesgo suele ser un disparador positivo para este a pesar de las menores tasas de interés. Por el contrario, en periodos sin recesión, existe una clara tendencia del dólar a depreciarse en el primer año del ciclo de recortes de la Fed. Por otro lado, el oro (Gráfico 32) al igual que dólar, tiende a apreciarse y a mostrar mayores retornos en aquellos períodos de cortes en las tasas que estuvieron acompañados de recesión como consecuencia de su naturaleza de ser tomado como resguardo de valor.

Gráfico 31: Dólar americano (DXY)

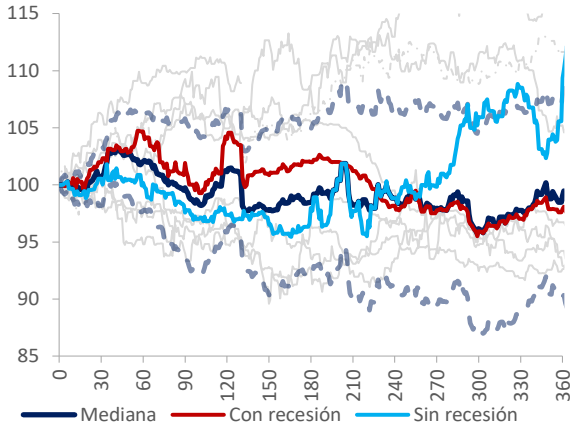
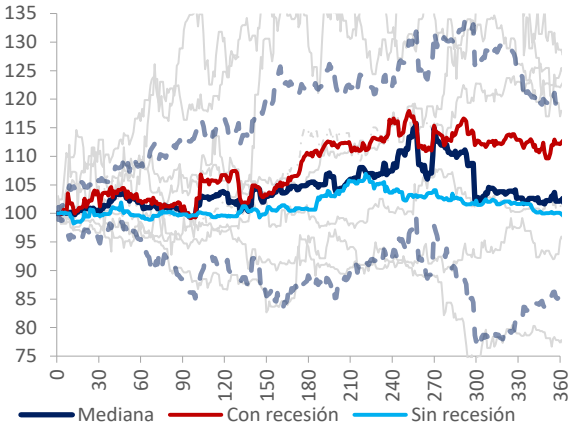


Gráfico 32: Oro



Nota: Los gráficos 31-32 muestran la evolución del índice de del dólar (DXY) y del oro ($/Oz) desde el día en que la Reserva Federal comenzó el ciclo de cortes en la tasa de política monetaria. El eje X mide los días desde el comienzo del ciclo de cortes y el eje Y mide la variación de las tasas en puntos porcentuales. Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal & Balanz.

Implicancias de inversión

La recalibración de expectativas producto de los eventos desatados en algunos bancos en Estados Unidos llevaron al mercado a incorporar un escenario de cortes de tasas que, a primera vista, luce prematuro. En este reporte exploramos los ciclos de cortes en la tasa de política monetaria de la Fed y lo que muestran los hechos es que las reducciones en las tasas de interés, al menos en los últimos cuatro ciclos, llegaron cuando la inflación se encontraba mucho más cerca de 2%. En el escenario actual, eso parecería muy poco probable que se dé en el segundo semestre de 2023, tal cual está incorporado en la curva de rendimientos. Esto nos lleva a pensar que el mercado espera una desaceleración más rápida en la actividad económica que favorecería una caída marcada en la inflación. La Fed dijo esta semana que no planea cortes de tasas en 2023, ya que espera mantener la tasa de política monetaria en 5.125% a partir de mayo en adelante.

Esto nos hace pensar dos cosas: (1) O las tasas del tesoro americano se encuentran vulnerables a una recalibración de expectativas respecto al sendero de la política monetaria para la segunda mitad del año, particularmente las de más corto plazo, o (2) la renta variable se encuentra vulnerable a caídas marcadas en los precios en los próximos meses, ya que un escenario de contracción rápida en la actividad económica/recesión no se encuentra incorporado en los mismos. Nosotros somos más de la idea de que el primer caso es el más probable, más teniendo en cuenta las acciones llevadas a cabo por la Fed en pos de controlar la estabilidad financiera en las últimas dos semanas.

Los hechos estilizados de los ciclos de cortes de tasas de la Fed muestran una mejor relación riesgo/retorno en la renta fija por sobre la renta variable. Esto, obviamente está relacionado a que las tasas de interés, particularmente las de corto plazo, tienden a acompañar a la tasa de política monetaria a la baja y que la Fed comenzó los ciclos de cortes en recesiones. Si bien la mediana de los retornos de la renta variable a lo largo de los ciclos de cortes de la Fed tendió a mostrar cierto avance en Estados Unidos, los senderos observados se manifestaron en un espectro bastante más amplio que para la renta fija, indicando mayor probabilidad de retornos negativos en escenarios malos para la renta variable. Otro aspecto que aparece en el análisis de los hechos estilizados de los precios de los activos es que el desempeño de la renta fija y variable de mercados emergentes no pareció compensar el riesgo tomado.