

Estrategia Internacional

Información al al 31/8/2023 11hs B.A. time.

HACIA UN “REPRICING” EN LA TASA REAL DE EQUILIBRIO DE LARGO PLAZO

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *La conferencia de Jerome Powell en Jackson Hole repitió lo comunicado en el último FOMC.*
- 🕒 *Se percibe un poco más de estabilidad en la parte corta y larga de la curva norteamericana.*
- 🕒 *Los datos de empleo (JOLTS) del pasado martes han salido muy por debajo de expectativas recordando a Wall Street que no sobra crecimiento en la economía norteamericana.*
- 🕒 *En la misma dirección han sido publicados los datos de consumer confidence también, el pasado martes.*
- 🕒 *Se revisó descendentemente la estimación del GDP (Q2) lo cual suma a la imagen de una economía en desaceleración.*
- 🕒 *Los datos de empleo (NFP) a publicarse este viernes serán determinantes para definir la dinámica de corto plazo en la 30yr yield.*
- 🕒 *Desde los máximos intradiarios de este año en 4.48%, la 30yr se tranquiliza operando sub 4.20% lo cual pareciera ser mucho más razonable.*
- 🕒 *Commodities sin reacción relevante manteniendo suma debilidad ante una economía china en franca desaceleración, algo de rebote en petróleo.*
- 🕒 *Monedas del G10 y emergentes atrapadas en un rango de corto plazo luego de una fuerte corrección descendente frente al dólar norteamericano.*
- 🕒 *Con la 30yr mucho más calma, los bulls intentan retomar control del mercado de acciones.*
- 🕒 *Datos de PCE inflation el pasado jueves, en línea a lo esperado sin sorpresas relevantes.*

Contexto

El mercado intenta ubicar en perspectiva la tasa real de equilibrio de largo plazo de la economía norteamericana comparando el nivel que podría alcanzar la “30yr yield real” looking forward respecto al nivel que exhibía antes de la realización del COVID. Para Wall Street, el colapso por COVID comienza a pricearse el 20 de febrero 2020 por lo cual, tomaremos al 19 de febrero 2020 como el “último día normal” y en ese sentido el nivel de la “30yr yield real” era de 0.26% por entonces. Claramente, la dinámica de la “30yr yield real” de hoy en día y muy especialmente después de la conferencia de Jerome Powell en Jackson Hole del pasado viernes marca un nivel de “tasa real de equilibrio de largo plazo” muy por encima del observado pre-COVID, cercano a 2% (+174BPS de suba relativa). Este es el debate que viene priceando el muy agresivo short de Treasuries largos el cual si bien se exacerbó en agosto, viene ocurriendo desde el 6 de abril de 2023 donde la “30yr yield real” se ubicaba en 1.35% y desde dicho nivel dos eventos se comenzaron a pricear muy agresivamente en la curva de yields de Estados Unidos.

Primero, lo que se espera sea un muy fuerte “shock de productividad” de la mano de “AI” y el guidance que por ejemplo dio NVDA en su último reporte de resultados no hace otra cosa que reforzar el concepto y la ventana de dicho pricing se extiende aproximadamente desde el 6 de abril 2023 hasta el 31 de julio 2023 (“hawkish bullish”). Segundo, con la sorpresiva “baja de calificación crediticia en manos de Fitch” anunciada el 1 de agosto 2023, el mercado comienza a cargar en la parte larga de tasas reales un “shock de riesgo sistémico” motivado probablemente por un Estados Unidos corriendo un déficit fiscal estructuralmente desequilibrante a largo plazo (“hawkish bearish”). Estas dos fuerzas vienen compitiendo una contra otra y muy probablemente serán las que en última instancia definan los próximos cuatro meses que le restan a este 2023 en lo referido a performance de equity global.

Si predomina el “shock de productividad” como catalizador de la “30yr yield real” dicho evento tarde o temprano debiera contagiar de positividad al equity, especialmente el tecnológico. Por el contrario, si predomina el “shock de riesgo sistémico” como catalizador de la “30yr yield real” dicho evento es pésima noticia para todo el equity global en el sentido que “no suma” pero sí resta muchísimo por el castigo que los saltos en las tasas de descuento largas impartirían a todo el mercado global de equity, tal como se viene viendo en la mayor parte del mes de agosto, un mes cruel para este incipiente bull market. Mi sensación es que la economía norteamericana está disfrutando de un salto muy significativo de productividad y será este efecto el que domine finalmente la dinámica de la parte larga de la curva norteamericana tanto “real” como “nominal”, en el futuro mediato. Si este es el caso y muy a pesar de toda la volatilidad que saltos en tasas largas ocasionan al mercado de equity, tarde o temprano Wall Street se acomodará y seguirá su tendencia bullish más aun frente a un entorno donde la economía norteamericana claramente muestra señales sistemáticas de desinflación. Relativo al 2022 cuesta imaginar un 2023 relativamente más hawkish y entonces, parece razonable concluir que lo mostrado en tasas largas durante agosto es un overshooting que ya se empieza a corregir.

Lo que estamos observando en la parte larga de la curva norteamericana es un evento muy poco frecuente y se refiere al “repricing” del sendero de tasas reales de largo plazo el cual es relativamente independiente de toda acción antiinflacionaria impartida por la Fed en el corto plazo o

sea, si la Fed hace un hike más o menos, dicha decisión no tendrá impacto en el mencionado proceso. Lo que estamos observando en la “10yr yield real y nominal” y en la “30yr yield real y nominal” se está refiriendo a una reparametrización de la curva de yields de Estados Unidos relacionada a catalizadores de muy largo plazo que plantean el liderazgo productivo de dicho país frente al resto del mundo. Dado que la curva norteamericana es el “benchmark libre de riesgo”, todas las tasas largas serán impactadas por esta realidad y en especial las curvas de emergentes suelen reaccionar con mayor beta y por lo tanto, mayor dolor en lo referido a la performance del equity local. De esta forma, todo movimiento en la “30yr yield nominal” lastima a las valuaciones del mercado global a una escala promedio de 20 veces dada su duration. A nivel estratégico la pregunta es muy simple: si predomina el efecto “productividad” los activos de riesgo culminarán beneficiándose a pesar de tasas largas subiendo, si por el contrario, predomina el evento “riesgo sistémico” todo el mercado de equity sufrirá mientras el repricing siga aconteciendo. Es probable que domine el primer efecto por sobre el segundo, lo cual debiera ser bullish equity a mediano plazo.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 24/8/23 la 2yr yield cotizaba en 4.99%, cerrando esta semana en 4.89%. Respecto a la 30yr yield, al 24/8/23 la misma cotizaba en 4.27%, cerrando la semana en niveles de 4.20%. No parecería que a la 2yr yield le quede demasiado por definir hasta tanto no volvamos a conocer los datos de CPI a publicarse en septiembre. Y aun con dichos datos conocidos resulta bastante evidente que toda la acción en la curva de yields de Estados Unidos se concentra en la dinámica de la parte larga de la curva de tasas reales las que a su vez se correlacionan casi al 100% con tasas nominales largas. Como explicamos en los párrafos precedentes, existen en la actualidad dos fuerzas que se contraponen: “shock de productividad” vs “shock de riesgo sistémico”. Además, en un contexto de “breakevens largos” muy anclados, toda la acción en tasas nominales largas viene definida por lo que está ocurriendo en el repricing de las tasas reales. Aun con un “verdadero” shock de productividad siendo descontado, la sensación es la de overshooting de tasas largas por dos razones: a la economía global no le sobra crecimiento y la economía china aparentemente se viene desacelerando mucho más significativamente de lo que originalmente se pensaba. A menos que Wall Street quiera ocasionar la recesión que no pudo generar la Fed, pareciera que la suba de tasas largas comienza a ser inconsistente con un equilibrio general en donde no sobra crecimiento: nada de eso sería consistente con tasas largas tan de punta como observamos durante el mes de agosto que pareciera comienzan a corregir el overshooting.

Monedas

Al 24/8/23 el euro cotizaba en 1.0841, cerrando esta semana en 1.0847. Las monedas del G10 y emergentes no tienen chance frente al dólar norteamericano en tanto y en cuanto las tasas reales de Estados Unidos sigan tirando hacia arriba tal como vino siendo el caso durante todo el mes de agosto. Desde niveles cercanos a 1.13, el euro ya opera cómodamente debajo del 1.10 y otra vez en el rango 1.07/1.09. Lo propio le ocurre al yen japonés y al yuan chino, este último bajo creciente presión devaluatoria dada la sorpresiva desaceleración que aparentemente afecta a la economía china. Parecería que de caras al cierre de año, el dólar norteamericano vuelve a retomar su estancia hawkish para un mundo que no puede hacer “catch-up” al shock productivo de Estados Unidos.

Commodities

Al 24/8/23 el petróleo cotizaba en 77.75, cerrando esta semana en 82.85. Se mantiene la debilidad de commodities alimenticios lo cual se asocia a la creciente noción de una economía china mucho más débil a lo que originalmente se pensaba. Lo irónico es que el 2023 comenzó con una expectativa totalmente opuesta en el sentido que se esperaba que al reabrirse de las restricciones impuestas por COVID la economía china explotase en crecimiento y generase un fuerte bull market en commodities con el potencial de volver a complicar la historia inflacionaria de Estados Unidos. Sin embargo, pasados ya ocho meses de 2023 la historia que se percibe es totalmente opuesta y describiría a una economía china en franca desaceleración generando una dinámica bearish en casi todo el espectro commodities lo cual podría ser una muy buena noticia para la Fed en el sentido que seguiría desinflacionando al headline. Parecería que la historia china movió totalmente opuesta al consenso y ahora el catalizador relevante se refiere a “China como exportador de deflación global”. Los mercados siempre suelen sorprender y China no parece ser la excepción.

Acciones Norteamericanas

Al 24/8/23 el QQQ operaba en 369.85, cerrando la semana en niveles de 378.62. El cierre del 2023 será definido en el mercado de equity respecto a qué historia termine definiendo la dinámica de la parte larga en tasas reales: “shock de productividad” vs “shock de riesgo sistémico”. En este frente, el mercado seguirá con muchísima atención los próximos cuatro datos de CPI inflation que le restan a este 2023. Lo lógico sería imaginar una economía norteamericana que siga desinflacionando sin recesionar y dicha realidad en última instancia es relativamente dovish y por lo tanto bullish equity global a menos que las tasas largas se descontren totalmente, aspecto que resulta improbable de imaginar.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (1414) C.A.B.A.
Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

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.