

Estrategia Internacional

Información al al 03/8/2023 11hs B.A. time.

FITCH SORPRENDE Y WALL STREET BUSCA EL PRICING DE SU NUEVO CAPÍTULO: NFPY CPI DE AGOSTO

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Sorpresiva baja de calificación de Fitch referida a la parte larga de la deuda soberana de Estados Unidos pone a la 30yr en 4.28%.*
- 🕒 *Dicho evento probablemente tenga efectos dolorosos de corto plazo poniendo mucha presión sobre la 30yr y el Nasdaq.*
- 🕒 *La posición técnica no ayuda dado que una parte significativa del mercado está comprada la 30yr apostando a recesión.*
- 🕒 *Excelente excusa para toma de ganancia respecto a un Nasdaq que desde mayo no interrumpe su rally.*
- 🕒 *Las tasas nominales largas intentan desafiar un “upper bound” que sirvió como fuerte resistencia durante todo el 2023: 4% para la 30yr.*
- 🕒 *Con este embate en tasas largas se vuelve a desinvertir parcialmente la curva de yields con la 10yr/2yr en niveles de -75BPS.*
- 🕒 *La suba de tasas nominales ocasionadas por incrementos en tasas reales suele ser absorbida positivamente por el mercado de equity, no así subas por riesgo sistémico.*
- 🕒 *Sin ser todavía un evento dramático, los commodities siguen firmes, aspecto que por el momento no preocupa al mercado.*
- 🕒 *Sin embargo, los breakevens han subido en este último mes aproximadamente 20 basis en anticipación a un mercado de commodities que se torna más bullish.*
- 🕒 *La aversión al riesgo ocasionada por el “evento Fitch” ha generado el retorno a una dinámica de fortalecimiento del dólar norteamericano.*
- 🕒 *Para un año “data driven”, todo volverá a repricearse a partir de los datos de empleo a publicarse este viernes.*

Contexto

La vida o muerte de este bull market no depende de los anuncios de Fitch sino de que la macro siga convalidando dos tendencias: “desinflación” y “no recesión”. Con Fitch o sin Fitch, el mercado será para todo el 2023 "data driven" y los datos definirán lo que sigue o sea, “la macro” manda. En este contexto se hace relevante recordar que la curva de yields norteamericana es la base de todas las tasas de descuento del mercado. El sorpresivo “evento Fitch” al afectar las tasas largas de Estados Unidos genera una suba global de tasas de descuento y ello lastima al valor presente de cada activo que cotiza en este planeta pero a la vez plantea un interrogante obligado: ¿estaremos en presencia de otro overshooting en tasas largas? El tiempo dirá si dicho evento tiene consecuencias transitorias o permanentes. En esta coyuntura, el mercado se animó a quebrar dos “upper bounds” claves con los que venía operando desde mayo. Primero, la 30yr yield quiebra el nivel de “4%” muy furiosamente. Segundo, el petróleo quiebra el nivel de “80”. Ambas dinámicas pueden ser muy nocivas para los activos de riesgo. La tasa de 30 es el parámetro clave para descontar flujos de fondos de largo plazo y por ello, todo salto abrupto lastima al mercado de acciones en especial, el tecnológico. El petróleo tiene dos efectos nocivos: uno que genera mayor presión inflacionaria y otro que opera como un impuesto global con implicancias potencialmente recesivas. Por el momento, ninguno de los dos parámetros ofrece señales dramáticas sino una clara chance de toma de ganancia para un mercado que viene raleando firmemente desde mayo, casi sin pausa.

Lo que se viene viendo sobre la temporada de reportes de resultados vuelve a ser razonablemente bueno en el sentido que los balances en general siguen mostrando una notable capacidad de empresas norteamericanas de seguir pudiendo generar resultados positivos de acuerdo con las expectativas promedio del mercado. Entonces, mientras lentamente nos vamos despidiendo de la “earnings season” comienza un mes de agosto con un ruido sistémico, “el downgrade de Fitch”, y en donde el escenario macroeconómico será repricedado nuevamente con dos datos excluyentes: los de empleo que se publican el primer viernes de cada mes y los de CPI inflation que suelen publicarse a mediados de mes. Ruidos de corto plazo aparte, lo acontecido en julio respecto a estos frentes ha sido alentador en el sentido que el nivel de empleo de la economía norteamericana viene muy resiliente con una tasa de desempleo del 3.60% y una inflación que ha salido muy bien con un CPI headline YoY en 3%. También el mes de julio nos muestra un PCE deflator con un headline inflation YoY en 3% y esto es relevante dado que es la medida de inflación preferida por una Fed que quiere que dicho PCE converja al 2%. Por el momento, la historia inflacionaria se ve muy bien si bien la última suba de commodities comienza a plantear ciertos interrogantes.

De la mano de un petróleo que de 66 dólares superó los 80, los breakevens de 5, 10 y 30 años han gapeado unos 20 basis en este último mes. Esto vuelve a mostrar la clara correlación que existe entre suba de commodities y recalentamiento de expectativas inflacionarias. Nada dramático por el momento pero ciertamente una dinámica a seguir en las próximas semanas en especial bajo dos interrogantes. Primero, si es cierto que la economía global podría esquivar una recesión causada por política monetaria contractiva, entonces habría mayor demanda de commodities que estaría justificando las subas actuales. Segundo, quizá finalmente comience a traccionar la reapertura de la economía china con todo el impacto que dicho evento podría tener en el mer-

cado de commodities. Recordemos además que desde mayo las tasas reales a lo largo de toda la curva han subido fuertemente como reacción a una economía norteamericana que se percibe como “no recesiva” y esa es la razón por la cual el mercado de equity pudo ralear acompañando el selloff en el mercado de bonos a tasa real y nominal, aspecto que ahora “el evento Fitch” podría poner en duda. La clave de todo el rally iniciado desde mayo fue la concepción de que al no existir evidencia contundente de recesión cercana el mercado puede absorber con optimismo los embates de las tasas reales y nominales en suba. El “evento Fitch” complica esa imagen benigna de suba de tasas en el sentido que los últimos saltos de la 30yr motivados por una baja en la calificación crediticia de Estados Unidos generan un salto en riesgo sistémico y por ende, dolor en acciones.

Por lo pronto encaramos una semana sin datos macro relevantes hasta el viernes y a partir de ahí el mercado comenzará nuevamente a definir una estrategia de repricing para un 2023 que de acuerdo con como lo reconoció Jerome Powell en el último FOMC es “enteramente data driven”. Al momento, los tres principales índices de Estados Unidos, Nasdaq, S&P y Dow Jones, están operando en el entorno de 78% del Fibonacci Retracement pero amenazados ahora por el “evento Fitch”. En esta coyuntura, los próximos meses irán definiendo los dos fantasmas que podrían torcerle el brazo a los bulls: “decepción inflacionaria” o “decepción recesiva”. Por el momento pareciera que la historia macroeconómica es razonablemente benigna, una caracterizada por una Fed que propinó su suba de tasa de referencia más vertical de la historia y aun así parecería que la economía norteamericana podría esquivar la recesión. Este escenario de “desinflación con soft landing” es el que se está priceando actualmente en el mercado y se alimenta de la noción de una economía que se desinfla al mismo tiempo que no recesiona. En este entorno entonces, este viernes comienza a escribirse el nuevo capítulo del año con datos de empleo de agosto para un mercado que seguirá reaccionando verticalmente a toda sorpresa macroeconómica posible: “la macro manda”.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 27/7/23 la 2yr yield cotizaba en 4.92%, cerrando esta semana en 4.90%. Respecto a la 30yr yield, al 27/7/23 la misma cotizaba en 3.98%, cerrando la semana en niveles de 4.28% y muy presionada por la sorpresiva baja de calificación en la parte larga de la deuda soberana de Estados Unidos. La semana se resume entonces en un frase: “tasas cortas muy tranquilas y tasas largas bajo severa presión alcista”. Desde mayo, el mercado de tasas en Estados Unidos fue dominado totalmente por la dinámica de tasas reales a lo largo de toda la curva las que a su vez han contagiado a las tasas nominales dado que los breakevens han venido operando con relativa estabilidad. Normalmente, la suba de tasas reales se asocia a un mayor crecimiento potencial y de esta forma las alzas desde mayo se explican por una menor probabilidad de recesión priceada en el mercado sumada a un “shock de AI” que promete ser explosivo en productividad. Riesgo Fitch aparte, en tanto y en cuanto los datos macroeconómicos que se sigan reportando apunten a una “no recesión” es posible que las tasas largas reales y nominales empiecen a intentar operar en un nuevo rango llevando a la pendiente de la curva a una desinversión consistente. Todo este movimiento dependerá de la fortaleza percibida en la macroeconomía norteamericana y en la “no” necesidad de la Fed de seguir “rompiendo” el corto plazo con política monetaria restrictiva para desinflar. El “evento Fitch” debiera ser digerido por el mercado en las próximas semanas.

Monedas

Al 27/7/23 el euro cotizaba en 1.1000, cerrando esta semana en 1.0914. El euro vuelve a operar en niveles más normales y cercanos al 1.10. El selloff del dólar ocurrido post CPI de julio pareció exagerado y desde dicho momento el mercado de monedas del G10 vino tomando ganancias consistentemente y de esta forma el dólar volvió a ser biddeado, generando una recuperación razonable y más aun ahora con el salto de aversión al riesgo que generó el “evento Fitch”. Es esperable que la economía europea desacelere mayormente que la norteamericana y si dicho evento ocurre los diferenciales de tasas de interés comenzarán a mover en favor del dólar norteamericano. Las monedas de emergentes en general intentan independizarse del G10 haciendo un piso más robusto de la mano de un mercado de commodities que viene operando firmemente desde las últimas cinco semanas. De todas formas, si se sigue convalidando la historia de una economía norteamericana que pueda evitar la recesión, las tasas de Estados Unidos seguirán subiendo alimentadas por las tasas reales y este aspecto, tarde o temprano, debiera generar un diferencial de tasas de interés en favor de Estados Unidos y por lo tanto, una apreciación consistente del dólar norteamericano.

Commodities

Al 27/7/23 el petróleo cotizaba en 79.22, cerrando esta semana en 79.92. Tal como venimos describiendo últimamente, se viene observando una suba generalizada especialmente en commodities energéticos y metales básicos. Riesgo Fitch aparte, de la mano de una recuperación en petróleo desde niveles “sub-70” y ahora intentando quebrar los “80”, se percibe que la reapertura de la economía china sumada a una economía global que no muestra señales de abatimiento, empiezan a generar un entorno mucho más bullish en commodities. Pensando en subas potencialmente descontroladas, siempre se hace obligatorio recordar el nexo existente entre “headline inflation” y rally en commodities. Nada dramático por el momento pero los breakevens han subido recientemente 20 basis precisamente por esta concatenación de eventos. El parámetro “petróleo en 80” es uno a mirar muy de cerca en el futuro cercano tal como lo es una 30yr en 4.28%.

Acciones Norteamericanas

Al 27/7/23 el QQQ operaba en 384.19, cerrando la semana en niveles de 374.17. El Nasdaq recibió el embate de la suba en la 30yr motivada por el “evento Fitch”. Eventos de corto plazo aparte, la temporada de reporte de resultados viene saliendo razonablemente bien. Por otra parte, a partir del último FOMC, el mercado olfatea que la Fed está cerca de pausar en su ciclo de suba de tasa de referencia a menos que los próximos meses nos muestren un fuerte rebrote inflacionario. Si bien nada es descartable en este mercado en el que estamos, todo indicaría que el proceso de desinflación es robusto y consistente. Los tres índices norteamericanos están en bull market y con Retracements de Fibonacci cerca de 78% y vulnerables por lo tanto, al corto plazo. A partir de niveles que aproximan máximos de año el mercado se prepara para recibir al NFP y CPI de agosto y repricear en consecuencia. El evento Fitch es uno de corto plazo, lo relevante es la macro en un 2023 totalmente “data-driven”.

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.