

Estrategia Internacional

Información al 24/8/2023 11hs B.A. time.

SUBA EN LA 30YR YIELD Y SU TRÍADA: INFLACIÓN ESPERADA, SALTOS DE PRODUCTIVIDAD Y RIESGO SISTÉMICO

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Firmísimo el guidance de NVDA que vuelve a encender al Nasdaq.*
- 🕒 *Hoy viernes, habla Jerome Powell en Jackson Hole, suele ser el speech más relevante del año.*
- 🕒 *El mercado intentará encontrar en Powell indicaciones respecto al nivel de tasa real de equilibrio de largo plazo.*
- 🕒 *Esto es especialmente relevante a la luz del formidable selloff en Treasuries largos que viene ocurriendo desde inicios de agosto.*
- 🕒 *Un poco más calmo el embate de tasas largas norteamericanas nominales y reales.*
- 🕒 *El dólar sigue bullish frente al yen, euro y monedas emergentes.*
- 🕒 *La parte corta de la curva opera con poca volatilidad y sesgo ascendente.*
- 🕒 *La economía china insinúa una mayor debilidad a la originalmente esperada: ¿shock global deflacionario?*
- 🕒 *El petróleo en 85 pareciera haber encontrado una fuerte resistencia de corto plazo, operando sub 80.*
- 🕒 *Los commodities alimenticios siguen exhibiendo tendencia descendente lo cual es desinflacionante.*
- 🕒 *Se calma la rotación desde tecnológicas a cíclicas que venimos viendo desde inicios de mes.*
- 🕒 *Un yen débil sigue demoliendo las expectativas de que el BoJ abandone su estrategia de control de curva (YCC).*
- 🕒 *Toma fuerza la noción de “China exportando deflación global”.*

Contexto

En las últimas cinco semanas las tasas largas de Estados Unidos han tenido una suba formidable. De niveles cercanos a 3.80% en julio 2023, actualmente la 30yr opera cómodamente en el entorno de 4.30% lo cual significa un muy sustancial movimiento de 50 basis. Recordemos además que cada vez que la 30yr sube, lastima a las valuaciones del mundo entero con una duration de 20 años, por lo que cada basis de salto carcome a la economía global con una fuerza 20 veces más dramática. Tres son los factores que podrían estar explicando esta suba en tasas nominales las cuales a su vez se correlacionan casi perfectamente con respectivos saltos en yields reales.

❶ Primero, sin bien este es probablemente el menor de los efectos, todo comenzó en el punto donde el petróleo se escapa de la zona de “65” rumbo a los “85” y dicho evento generó un salto en el breakeven de 30 años de aproximadamente 20 basis implicando un mercado que al ver al petróleo subiendo nuevamente volvió a cargar algún tipo de renovadas expectativas de inflación a largo plazo. Nada dramático, pero 20 basis, son 20 basis. Hawkish = mala noticia.

❷ Segundo, el “evento Fitch” que sorprende al mundo con un downgrade de la calificación crediticia de Estados Unidos referida a su deuda soberana de largo plazo agregó una inesperada “prima de riesgo sistémico” a la cual no estamos acostumbrados. En muy limitadas ocasiones, la deuda soberana norteamericana es castigada porque “sube” su respectiva probabilidad de default. Y al ser el becnhmark de todas las curvas del mundo, una suba de tasas largas norteamericanas como consecuencia de un mayor riesgo sistémico contagia a todas las tasas largas del mundo y con ello sufren las valuaciones de todo activo que esté concebido en el largo plazo. Esta dinámica se vino dando precisamente desde dicho evento el cual motivó una suba casi de la misma dimensión en tasas reales largas. Cuando las tasas de descuento suben como consecuencia de aumentos en riesgo sistémico Wall Street lo suele tomar como una pésima noticia y esto probablemente es una de las razones que explican el castigo que el equity viene sufriendo desde el “evento Fitch” en especial el tecnológico, dada su relativa mayor duration. Una política interminable de déficit fiscal eterno y crecimiento de deuda, es probablemente lo que el mercado comenzó a pricear desde mediados de julio o sea, una realidad económica de Estados Unidos que se deteriora en el tiempo y más ahora con la suprema política deficitaria del presidente Biden (Bidenomics). Nada nuevo, nada que no supiésemos, pero bastó que lo dijese Fitch para que el mercado sanguíneamente saliera a shortear Treasuries. Hawkish = mala noticia.

❸ Tercero, también es cierto que desde comienzos de 2023 se percibe una economía que se “desinflaciona” sorprendentemente “sin recesionar”. Esta realidad bien puede ser explicada porque la economía norteamericana estaría exhibiendo fuertes saltos de productividad lo cual es una excelente noticia dado que dichos eventos suelen ser deflacionarios. Estos aumentos de productividad se vienen priceando mucho antes del “evento Fitch” porque de hecho, las tasas reales vienen subiendo desde hace largos meses. Cuando una economía exhibe aumentos de tasas reales como consecuencia de saltos de productividad, dicho evento se convierte en una “buena noticia” que el mercado de acciones suele celebrar con subas pronunciadas. Hawkish = buena noticia.

De mayo a mediados de julio 2023 parecería que la historia dominante que motivó el pronunciado rally del Nasdaq fue la relacionada a “shocks de productividad (hawkish = buena noticia)”. Sin embargo, desde entonces, parecería que el aumento de riesgo sistémico con el que se cargaron todas las tasas largas del mundo comenzaron a dominar causando la fuerte corrección que observamos en casi todo el mercado de acciones en especial, el equity tecnológico (hawkish = mala noticia). La pregunta relevante que se plantea es si esta fortísima suba de tasas largas será lo suficientemente nociva como para matar al incipiente bull market que se viene gestando desde hace unos meses y probablemente la respuesta estará en cuál de los dos efectos termine dominando: mayor riesgo sistémico vs mayor productividad. La respuesta a esta pregunta nada más y nada menos, definirá probablemente el cierre del 2023. La conferencia de Jerome Powell en Jackson Hole es clave en este frente.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 17/8/23 la 2yr yield cotizaba en 4.94%, cerrando esta semana en 4.99%. Respecto a la 30yr yield, al 17/8/23 la misma cotizaba en 4.40%, cerrando la semana en niveles de 4.27%. Hasta la crisis bancaria del 8 de marzo del presente año, toda la presión estaba concentrada en tasas cortas. Sin embargo, desde entonces las tasas reales y nominales largas comenzaron a presionar fuertemente al punto de estar observando en la actualidad una fuerte desinversión de curva y surge una pregunta obligada: ¿hasta cuánto la suba en la 30yr yield es sostenible? ¿Hasta cuándo no se convierte en otro evento de overshooting? ¿Puede un evento de riesgo sistémico ser tan relevante como para dominar la dinámica de la parte larga de la curva por tantas semanas? Mi sensación es que nuevamente estamos frente a otro overshooting en la parte larga de la curva norteamericana y que si el escenario de desinflación sin recesión se mantiene, el mercado volverá a retomar su tendencia bullish muy a pesar de tasas largas subiendo.

Monedas

Al 17/8/23 el euro cotizaba en 1.0904, cerrando esta semana en 1.0841. Con la dinámica que venimos observando en tasas norteamericanas resulta virtualmente imposible que las monedas del G10 y emergentes puedan intentar algún rally sostenible frente al dólar. En tanto y en cuanto se siga manteniendo la noción de una economía norteamericana resiliente que se apuntala en tasas reales subiendo, no parecería que ninguna moneda tenga chances frente al greenback. Tanto por un eventual escenario de incremento en riesgo sistémico como otro de una mayor productividad, vemos a un dólar muy firme de caras a cierre de año por lo que el rally del euro iniciado en julio vuelve a claudicar sin chances de recuperación probable.

Commodities

Al 17/8/23 el petróleo cotizaba en 80.60, cerrando esta semana en 77.75. 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. De ser un motor de potencial explosividad en commodities tal como se pensaba a inicios de 2023, actualmente la noción es la de una economía mucho más débil que podría comenzar a exportar deflación a los mercados globales. En este entorno, en general, todos los commodities operando mucho más calmos y sufriendo tam-

bién el embate de tasas largas. Un dólar firme suele generar debilidad de commodities. Lo verdaderamente sorprendente es esta noción de una economía china que podría comenzar a exportar deflación global. Lo que originalmente se esperaba como una reapertura de China “inflacionando” al mundo, pareciera que mutó al escenario opuesto: “China deflacionaría a la economía global” y ese aspecto debiera ser bearish commodities.

Acciones Norteamericanas

Al 17/8/23 el QQQ operaba en 363.50, cerrando la semana en niveles de 369.85. Desde la fortísima suba en la tasa de 30 que el Nasdaq y gran parte de todo el equity global están bajo severa presión. El tiempo dirá si este embate de tasas largas será lo suficientemente agresivo y mantenible en el tiempo como para quemar lo que todavía parece ser un incipiente bull market tanto en el Nasdaq como en el S&P. En última instancia, la puja entre las dos principales fuerzas que hoy recalientan a la 30yr definirán si entramos nuevamente en bear market o si los bulls retoman el liderazgo: “embate de riesgo sistémico vs subas por productividad”. Todo esto dependerá además de que el entorno macro siga como hasta ahora: “desinflación sin recesión inminente”. Claramente entonces, el año culminará como comenzó: “data driven”, la macro manda.

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.