

Estrategia Internacional

Información al al 07/9/2023 11hs B.A. time.

OVERSHOOTING DE TASAS LARGAS: ¿HACIA UNA RECESIÓN INNECESARIA?

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- ◉ *ISM Servicios (Precios) sorprende hacia arriba y renacen las dudas inflacionarias.*
- ◉ *Persisten los flojos datos de la economía real de Estados Unidos y China.*
- ◉ *El petróleo vuelve a retomar fuerza operando cómodamente sobre USD 85.*
- ◉ *Toda la curva de yields de Estados Unidos bajo severa presión alcista.*
- ◉ *La parte larga en especial, permanece bajo fuerte presión y muy a pesar de los datos desaceleratorios que se observan de Estados Unidos y China.*
- ◉ *Se acentúa la noción de una economía china desacelerando lo cual es bearish commodities y desinflacionante.*
- ◉ *Sin embargo, el petróleo muy especialmente opera insensible a la evidente desaceleración de China y motivado por las restricciones de oferta de la OPEC.*
- ◉ *Commodities ex petróleo siguen exhibiendo la misma tendencia decreciente de las últimas semanas.*
- ◉ *Mercados emergentes underperformeando en reacción a la debilidad de commodities y FX.*
- ◉ *El escenario de una economía a la que no le sobra crecimiento se vuelve a instaurar como base pero todavía las tasas largas no lo registran.*

Contexto

Durante el primer semestre de 2023 uno de los grandes fantasmas que preocupó permanentemente al mercado se refería a la posibilidad de que tanto tightening ejercido por la Fed durante todo el 2022 terminase ocasionando una recesión en la economía norteamericana. Dicho fantasma puso por febrero de este año a la 30yr en 3.50%. Sin embargo, desde fines de abril se observó un salto en la 30yr yield real que podemos dividirlo en dos episodios. Primero, desde el 26 de abril 2023 hasta 24 de julio 2023 y en este periodo el concepto que dominó al mercado fue un Nasdaq raleando de la mano de un shock de productividad catapultado por AI. De esta forma, tanto la 30yr yield real como nominal, sumado al Nasdaq, subieron muy consistentemente. Segundo, desde 24 de julio 2023 hasta la actualidad, la 30yr yield real siguió subiendo, catapultando a su vez a la 30yr yield nominal pero el Nasdaq entró en corrección. La razón es que en esta segunda ventana la suba de tasas reales largas se comienza a explicar por cierto pricing de riesgo sistémico asociado a la baja de calificación crediticia de Estados Unidos y que hacia el futuro dado el déficit que corre Norteamérica la emisión de deuda sería más que sustancial. Lo cierto es que de sus mínimos de 3.50%, la 30yr cotiza muy cómodamente en la zona actual de 4.30% lo que significa un muy significativo salto de 80 basis y muy a pesar de todos los datos de economía real de Estados Unidos y China que apuntan hacia una desaceleración.

De esta forma, un Wall Street obsesionado con recesión mutó rápidamente a otro del lado opuesto priceando exageradamente ahora una economía en estado de absoluta resiliencia y dicha percepción fue principalmente capturada por una 30yr yield que no tiene descanso desde abril de este año. Pero es en esta coyuntura donde se hace muy relevante considerar el hecho de que el crecimiento no sobra en ningún lugar del mundo y más aún ahora con China en franca desaceleración. Es altamente probable que si el mercado decide seguir presionando hacia arriba a la 30yr yield, Wall Street genere una “recesión autocumplida” lo cual sería irónico y sumamente evitable. O sea, lo que no pudo hacer la Fed con un largo año de tightening monetario lo estaría ocasionando el mercado debido a un short en Treasuries largos que parece implacable y hasta inconsistente. Habiendo dicho esto entonces, la sensación es la de un overshooting en tasas largas tanto reales y nominales como tantas veces vimos en estos últimos meses y la razón es la de una economía norteamericana que si bien podría no caer en recesión tampoco le sobra nada como para poder soportar semejante embate de tasas largas. Este último movimiento en la 30yr yield parecería ser uno fuertemente disociado de fundamentos macroeconómicos y por lo tanto resulta razonable imaginar que dicha tasa vuelva a acercarse al 4% y más aún cuando la Fed queda muy cerca de despedirse de su ciclo de tightening monetario.

De esta forma y teniendo presente un movimiento en tasas largas potencialmente “en exceso a fundamentos”, es razonable imaginar a un Wall Street que vuelva a chocar contra la realidad y en dicha coyuntura “la macro manda” y es esta macroeconomía la que seguirá dirimiendo la dinámica del mercado de equity norteamericano. Si la recesión sigue sin aparecer al mismo tiempo que la desinflación se sigue instaurando como escenario base resulta razonable imaginar tasas largas bastante más tranquilas que limpien el overshooting de agosto y un mercado de equity que nuevamente comience a ser dominado por los bulls si bien ahora se nos despierta un nuevo y conocido fantasma, el petróleo. Si bien la corrección de agosto fue relevante en especial para acciones tecnológicas también es cierto que el Nasdaq está cómodo por sobre el 78% de Fibon-

acci lo cual sigue reflejando la noción de que el bull market permanece firme insinuando que lo de agosto bien pudo haber sido solamente una corrección. Si la macro mantiene las tendencias observadas desde inicio de año es probable que toda la curva de tasas norteamericana se empiece a calmar y retroceda, aspecto que sería celebrado por el mercado de acciones de caras a un cierre de año potencialmente bullish. Atentos sin embargo, con la dinámica del petróleo por su doble efecto: inflacionario y recesivo.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 31/8/23 la 2yr yield cotizaba en 4.99%, cerrando esta semana en 4.99%. Respecto a la 30yr yield, al 31/8/23 la misma cotizaba en 4.27%, cerrando la semana en niveles de 4.36%. La parte larga de la curva sigue bajo severa presión alcista y sin fundamentos aparentes que la justifiquen. Los últimos datos de empleo vuelven a decirnos lo que nos vienen sugiriendo desde inicio de 2023 aun cuando Wall Street decidió no escucharlo durante todo el mes de agosto con el incomprensible short de Treasuries: una economía norteamericana que no recesiona pero a la que tampoco le sobra nada y esta realidad es inconsistente con tanto hawkishness priceado a lo largo de todo el espectro de yields especialmente la parte larga. La debilidad de la economía real se condice no solamente con la coyuntura macroeconómica de Estados Unidos, sino del mundo entero y más aún ahora con China desacelerando.

Monedas

Al 31/8/23 el euro cotizaba en 1.0841, cerrando esta semana en 1.0698. Respecto al euro, parecería que nuevamente opera cómodo en el rango 1.07/1.10 mucho más cerca del lower bound para una economía europea a la que solo le espera desaceleración futura. Respecto al yen, un mercado que deja de preocuparse por el abandono de YCC en manos del BoJ vuelve a noquear al cross en sostenida depreciación. Un BoJ dovish nuevamente aumenta los posicionamientos en yenes apostando a una recurrente depreciación frente al dólar. Monedas emergentes absorbiendo la renovada debilidad de comodites que parecería responder a un catalizador muy fundamental: desaceleración de la economía china y muy a pesar del rally del petróleo, aspecto que llegó para quedarse. En suma, la fortaleza del dólar norteamericano parecería imponerse de caras al cierre de año.

Commodities

Al 31/8/23 el petróleo cotizaba en 77.75, cerrando esta semana en 87.43. El petróleo vuelve a operar totalmente dissociado de los fundamentos macroeconómicos que caracterizan a la economía global muy especialmente dado que ahora China se desacelera, pero preponderan las nuevas restricciones de oferta en manos de la OPEC. Respecto al resto de los comodites en general, se mantiene la debilidad de los alimenticios lo cual se asocia a la creciente noción de una economía china mucho más débil a lo que originalmente se pensaba. El 2023 comenzó con una expectativa opuesta en el sentido que se esperaba que al reabrirse de las restricciones por COVID la economía china explotase en crecimiento y generase un bull market muy sostenido en comodites con el potencial de volver a complicar la historia inflacionaria de Estados Unidos. Sin embargo, entrando ya a septiembre 2023 la historia que se percibe describiría a una econo-

mía china en franca desaceleración generando una dinámica bearish en casi todos los commodities con el potencial de desinflacionar al headline, con excepción del petróleo que opera en carril aparte muy correlacionado a distorsiones y reducciones de oferta y por lo tanto, independiente del contexto macro global. El catalizador relevante ahora se refiere a “China como exportador de deflación global” y por el momento dicho concepto es un gran aliado para la Fed y el mercado de equity global en tanto y en cuanto el petróleo no se descontrola.

Acciones Norteamericanas

Al 31/8/23 el QQQ operaba en 369.85, cerrando la semana en niveles de 370.44. El cierre del 2023 será definido en el mercado de equity dependiendo altamente de que las tasas largas limpien parte del overshooting que observamos en agosto. Si la macro sigue describiendo una economía sin recesión y en plena desinflación, tendremos a un bull market que sin encontrar una mala noticia contundente intentará seguir su escalada ascendente y más aun después del castigo que las acciones tecnológicas observaron durante el 2022. A nivel de macro global no parecería existir una noticia contundentemente negativa y esto asociado a yields más calmas podría lograr que los bulls ganen nuevamente control del mercado. Difícil imaginar un cierre de año que no sea bullish equity global en tanto y en cuanto se mantenga el escenario de “desinflación sin recesión” y que el petróleo no enloquezca.

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.