

# Estrategia Internacional

Información al al 28/9/2023 11hs B.A. time.

## A “CONTRA-FUNDAMENTOS”: LA 30YR Y EL PETRÓLEO OPERAN INSENSIBLES A LOS VAIVENES DE LA MACRO GLOBAL

**Germán Fermo**

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Los sorprendivos “dot plots” del FOMC han dejado a toda la curva de yields bajo severa presión ascendente.*
- 🕒 *La parte corta de la curva mantiene la severa presión ascendente de la semana anterior.*
- 🕒 *La parte larga de la curva supera los niveles de la semana anterior.*
- 🕒 *VIX subiendo en reacción al desplazamiento ascendente en la curva de yields para un mercado que vuelve a hedgearse.*
- 🕒 *El petróleo sigue firme, ahora en la zona de USD 93.*
- 🕒 *El resto de los commodities sigue marcando tendencia bajista como en las últimas semanas.*
- 🕒 *Monedas del G10 mantienen tendencia negativa frente al dólar.*
- 🕒 *Monedas emergentes mostrando similar dinámica.*
- 🕒 *El mercado queda expectante ante los nuevos datos de empleo venideros a principios de octubre.*
- 🕒 *La presión de tasas largas y suba en petróleo son los dos nuevos grandes enemigos del bull market en 2023.*

## Contexto

Desde hace meses venimos observando un escenario caracterizado por una lenta desinflación y por una economía norteamericana que aparenta ser muy resiliente a todos los embates que la Reserva Federal le viene propinando desde inicios de 2022. A pesar de dicha resiliencia queda claro que tanto a Estados Unidos como al mundo entero no le sobra crecimiento y más ahora con la aparente desaceleración de la economía china. De esta forma y a pesar de una Fed “sorpresivamente hawkish” en su último FOMC me cuesta convencer de que la 30yr esté priceando fundamentos macroeconómicos por lo que su dinámica reciente me sugiere más a un movimiento “contra-fundamentos”. Dicho movimiento podría explicarse por China eventualmente liquidando su enorme posición de Treasuries largos aspecto que genera a un “jugador” completamente insensible a los vaivenes de la macroeconomía norteamericana que suele ser el driver casi exclusivo que opera en los Treasuries. Dado que la 30yr yield es la tasa libre de riesgo a ese nivel de duration, este desplazamiento ascendente está generando subas en todas las tasas largas del planeta lo que motiva una pregunta casi obligada: ¿Cuánto más va a poder resistir la economía global sin recesionar? ¿Seguirá la tasa de 30 operando a contra-fundamentos hasta observar que definitivamente se comienza a quebrar la resiliencia de la economía norteamericana? ¿Para una economía que en 2022 tenía una inflación de 10% y hoy exhibe solo el 3%, tiene sentido semejante crueldad?

Las preguntas del párrafo anterior seguramente irán marcando el pricing del mercado para lo que resta de un 2023 que de golpe se tiñó de negatividad no porque la macro se vea peor a julio de este año sino porque dos variables cruciales del equilibrio global comenzaron a operar en absoluta independencia de la macro. Una de ellas es la 30yr yield y la otra es un petróleo que es casi el único commodity que está positivo en el YTD fruto de una OPEC con restricciones de oferta que generan las subas que observamos. Las alzas del petróleo suelen tener dos consecuencias: 1) mayor inflación headline, 2) mayor chance de recesión dado que una suba sostenida en el precio del petróleo opera como un impuesto global. La suba en todas las tasas de 30 del planeta no hacen otra cosa que aumentar las chances de una recesión global. Pareciera entonces que este combo de “dos variables a contra-fundamentos” han cambiado rotundamente el ánimo del mercado dándole a los bears renovadas chances de iniciar mega-shorts y los bulls quedando sin razones para defender precios por el momento.

A pesar de todo el hawkishness que la Fed mostró en los “dot plots” del último FOMC su pronóstico de inflación para 2024 sigue sin cambios, ubicados en un headline PCE de 2.50% o sea, a 50 basis de llegar a su objetivo de inflación. También es cierto que la Fed intenta enviar un mensaje muy claro a Wall Street: la última baja de la inflación será la más difícil de conseguir (sticky inflation) razón por la cual intenta que el mercado pricee un escenario de “tasas altas por mayor tiempo” aspecto que puso mucha presión ascendente en tasas cortas pero a la vez generó una reacción “aparentemente inexplicable” en tasas largas. Normalmente, cuando la Fed suena hawkish en la parte corta de la curva, la parte larga suele reaccionar de manera inversa o sea, si la tasa de 2 años sube como consecuencia de una Fed hawkish, la 30yr debiera bajar y no subir. Sin embargo, en la madrugada posterior al FOMC o sea, en horario asiático, la 30yr nos sorprendió con una suba de 18 basis overnight la que ocasionó todo el selloff del equity global. Esta suba a “contra-fundamentos” en la 30yr plantea dos preguntas: 1) ¿cuánto más podrá resistir el bull market a los embates en la 30yr?, 2) ¿cuánto más podría resistir la economía global para no claudicar en recesión ante estas subas de tasas que ya llevan año y medio. La tasa de hipotecas en Estados Unidos por ejemplo, ya supera el 7.50% anual.

## MERCADOS

### Tasas de interés

Al 21/9/23 la 2yr yield cotizaba en 5.18%, cerrando esta semana en 5.09%. Respecto a la 30yr yield, al 21/9/23 la misma cotizaba en 4.52%, cerrando la semana en niveles de 4.76%. El mercado sigue digiriendo el mensaje del último FOMC a la parte corta de la curva el cual ha sido hawkish y pone a todas las tasas cortas en máximos de año lo cual opera de acuerdo con la lógica. Lo que sigue disociado de la realidad es una tasa de 30 años que sube incluso en mayor medida que las tasas cortas. Por cuánto tiempo durará la liquidación de Treasuries por parte de China es la gran incógnita que deberá despejar el mercado de equity si es que quiere cerrar un 2023 bullish. Se hace muy difícil operar mercados globales cuando dos de sus principales variables operan a “contra-fundamentos”: petróleo y 30yr yield.

### Monedas

Al 21/9/23 el euro cotizaba en 1.0635, cerrando esta semana en 1.0553. Nada nuevo otra vez en monedas, euro, yen y yuan depreciándose contra un dólar que seguirá muy firme en especial ante el renovado mensaje de la Fed: “tasas altas por más tiempo”. Este sorpresivo mensaje hawkish desde la Fed, ha permitido recargar fuertemente la curva de yields norteamericana a lo largo de todo el espectro de duration, aspecto que sigue ejerciendo impactos no solo en monedas del G10 sino también en emergentes. Respecto al yen, su situación no cambia, el mismo cotiza cerca de mínimos interanuales frente al dólar, lo cual refleja a un mercado que sigue esperando a un BoJ dovish, manteniendo su estrategia de control de tasas largas. China también sin cambios, sigue estimulando fuertemente su economía, aspecto que entre otras cosas se evidencia con una devaluación del yuan que ha ganado velocidad y que también lo ubica en mínimos de año frente al dólar norteamericano. La fortaleza del dólar parecería querer instaurarse hacia el cierre de este 2023 retroalimentándose con el sorpresivo mensaje de la Fed en sus últimos “dot plots”.

### Commodities

Al 21/9/23 el petróleo cotizaba en 89.90, cerrando esta semana en 92.63. La historia también sigue siendo la misma de las últimas semanas, lo que evidencia una macro que no cambia pero que de golpe debe aceptar el despertar de dos viejos enemigos: “petróleo” y “30yr yield”. El petróleo sigue operando a “contra-fundamentos” disociado respecto al resto de los commodities, sumamente insensible a la desaceleración de China y totalmente afectado por la restricción de oferta impuesta por la OPEC. El resto de los commodities viene soportando desde hace tres meses una fuerte presión vendedora en especial el complejo alimenticio como trigo, maíz y soja, los cuales exhiben una severa presión descendente fruto de una economía china en franca desaceleración. Los metales básicos si bien no sufren la contundente presión bajista de los commodities alimenticios, también están negativos en el YTD. Se va observando con mayor claridad que la desaceleración de China está teniendo un significativo impacto en el mercado de commodities lo que fortalece la noción de “China exportando deflación a la economía global”, contribuyendo a la retórica desinflacionaria pero a la vez resaltando un movimiento en la 30yr yield inconsistente con el equilibrio general y también, a “contra-fundamentos”. De esta forma, las tendencias macro globales de mediano plazo apuntan a una marcada desinflación global. La “inflación post-COVID” motivada por estrangulamientos de oferta, parece estar desvaneciéndose con contundencia.

## Acciones Norteamericanas

Al 21/9/23 el QQQ operaba en 361.05, cerrando la semana en niveles de 354.87. El mercado de equity norteamericano enfrenta el más cruel de sus enemigos: una tasa de 30 que no para de subir y encima opera a “contra-fundamentos”. Esta realidad sumada a un petróleo que también opera independientemente del equilibrio macro global han sido dos inesperados enemigos que de golpe afectan a una economía norteamericana que sigue exhibiendo muy buenas señales tanto en materia inflacionaria como recesiva. Sin embargo, estas dos variables, petróleo y 30yr yield, pueden ser muy nocivas en el pricing de activos financieros y esto vuelve a poner muy a prueba un bull market que incipientemente se inició en abril de este año.

## 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.