

Estrategia Internacional

Información al al 26/10/2023 11hs B.A. time.

EL IMPLACABLE ENEMIGO DE BULL MARKET: LA TASA DE 30 AÑOS

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Comenzó la temporada de reportes de resultados del Q3 2023.*
- 🕒 *Los sucesos en medio oriente han favorecido a los “safe haven” hedges, siendo el oro el más beneficiado.*
- 🕒 *Se horizontaliza la curva de yields.*
- 🕒 *La parte corta de la curva de yields cerca de máximos de año.*
- 🕒 *La parte larga de la curva de yields también, cerca de máximos de año.*
- 🕒 *El VIX subiendo en reacción al desplazamiento ascendente en la curva de yields y quebrando 20.*
- 🕒 *El petróleo corrigiendo hacia abajo en la zona de USD 84.*
- 🕒 *El resto de los commodities mantiene su tendencia bajista como en las últimas semanas.*
- 🕒 *Monedas del G10 permanecen en clara tendencia negativa frente al dólar, ante mayor aversión al riesgo.*
- 🕒 *Monedas emergentes mostrando una dinámica similar pero con mayor beta.*
- 🕒 *La sorpresiva y brutal presión de tasas largas sigue siendo el principal enemigo del bull market.*

Contexto

En primer lugar, el conflicto bélico desatado en Medio Oriente vuelve a despertar un catalizador con el que el mercado suele no llevarse muy bien el cual es el petróleo, sin bien se viene calmando lentamente durante esta semana. Una tendencia bajista que había comenzado como consecuencia de una notable menor demanda de gasolina fue neutralizada y totalmente revertida debido a los conflictos desatados en Medio Oriente lo cual ha puesto al petróleo nuevamente en una muy significativa tendencia alcista. Ante esta realidad se vuelven a despertar las variables monetarias que se correlacionan al evento tales como breakevens que vuelven a picar en punta y esto a la vez retroalimenta un short en el mercado de Treasuries que ya está tomando dimensiones de épico e histórico. Lo verdaderamente notable es que a pesar de estar frente a un evento que genera aversión al riesgo como lo es el conflicto en Medio Oriente, los Treasuries en vez de ser comprados como suele ser el caso ante estos escenarios, están siendo brutalmente vendidos tanto en la parte corta como larga de una curva que prácticamente ya está toda horizontal. Esta circunstancia pone al oro como el “safe haven” que más se benefició ante la asunción de este sorpresivo nuevo evento bélico.

De manera tal que en estos últimos días dos eventos sumamente negativos para el mercado están confluyendo de manera simultánea pero a la vez están operando con una correlación negativa lo cual es verdaderamente sorprendente. En situaciones de eventos bélicos, los bonos soberanos norteamericanos suelen ser el refugio de incertidumbre más demandado por Wall Street. Pero este capítulo tan especial que están transitando los mercados financieros en donde la confluencia de factores de mayor productividad esperada sumado a un mayor riesgo sistémico vienen cargando fuertemente a las tasas largas, torna al evento de incertidumbre como uno que ha sido totalmente reservado al oro como safe haven, debido al short selling hacia los Treasuries. Y pareciera que en lo concerniente a la negatividad que viene mostrando el mercado de acciones, el catalizador más relevante no es esta nueva guerra que debe digerir el mercado sino esta venta masiva y épica que está soportando el mercado de bonos soberanos norteamericanos en todos los puntos de su curva. A esta realidad se le suma una Fed que sigue sonando “hawkish”, que sigue insinuando un escenario de “higher for longer”, que sigue ignorando los potenciales efectos rezagados que la política monetaria va a ejercer necesariamente durante todo el 2024 en la economía real norteamericana, arriesgándose esta vez a cometer otro error de política monetaria. Así como en 2021 no vio venir la inflación, es altamente probable que a la luz de lo que están haciendo las tasas cortas y largas, la Fed cometa ahora el error de restringir demasiado y llevar a la economía norteamericana a una recesión innecesaria en 2024.

A esta realidad de una Fed que pareciera querer restringir monetariamente hasta que algo vuelva a romperse se le suma un mercado de bonos que está ejecutando el short selling más agresivo de la década también, en una reacción que aparentemente está subestimando la desaceleración que seguramente sufrirá la economía norteamericana en los próximos meses. En eventos tan rápidos y verticales de suba de tasas, algo suele romperse en la economía real, y para muestra de este concepto solo basta recordar lo que ocurrió en marzo de este año con las quiebras de algunos bancos regionales en Estados Unidos. Este concepto vuelve a plantear la noción de si la Fed no estará restringiendo demasiado y no estará arriesgando a que otro eslabón de la economía norteamericana se vuelva a romper innecesariamente. Por momentos, pareciera que la lucha de la Fed contra la inflación llega a nivel de obsesión y eso genera la sensación de que estamos

frente a un gigantesco “overshooting” de tasas cortas y largas que cuando se limpie será celebrado por el mercado de acciones. Pareciera que la tendencia de desinflación de la economía norteamericana está instaurada y es claramente robusta pero a la vez, pareciera que nos enfrentamos a una Fed muy ansiosa que quiere llevarnos al target del 2% a una velocidad que es inconsistente con la estabilidad de la economía real. Más temprano que tarde nos daremos cuenta de que uno de los dos mercados está claramente equivocado: bonos vs acciones.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 19/10/23 la 2yr yield cotizaba en 5.21%, cerrando esta semana en 5.06%. Respecto a la 30yr yield, al 19/10/23 la misma cotizaba en 5.02%, cerrando la semana en niveles de 5.06%. Por el momento, nada ha cambiado en el espectro de tasas de interés. El selloff de bonos soberanos norteamericanos persiste a ambos extremos de la curva en lo que parece ser una sobrerreacción que por el momento ignora las desaceleraciones económicas que iremos viendo en el transcurso del 2024. Este selloff es tan agresivo que hasta ignora la demanda por aversión al riesgo que surge naturalmente del conflicto bélico en Medio Oriente. Esta realidad ha convertido a la tasa de 30 en el principal catalizador de los mercados financieros impactando a todo el equilibrio de precios tanto en monedas, commodities, y acciones y el cierre de este año dependerá si finalmente se calma o no.

Monedas

Al 19/10/23 el euro cotizaba en 1.0573, cerrando esta semana en 1.0547. Tanto el euro como el yen permanecen devaluándose al ritmo de un dólar índice que de la mano de tasas norteamericanas bajo presión alcista sigue marcando máximos. Respecto al yen, el mismo cotiza en mínimos interanuales frente al dólar, lo cual refleja a un mercado que sigue imaginando a un BoJ dovish, manteniendo su estrategia de control de curva y durmiendo de esta forma a las tasas largas, lo cual en el contexto actual sigue siendo una buena noticia. China permanece estimulando su economía, aspecto que se evidencia con una persistente devaluación del yuan que también lo ubica en mínimos de año frente al dólar norteamericano. La fortaleza del dólar pareciera querer mantenerse hacia el cierre de este 2023 aun cuando a esta altura de los acontecimientos se vea como relativamente exagerada. Nada de esta realidad va a cambiar hasta tanto no se calmen finalmente las tasas en Estados Unidos.

Commodities

Al 19/10/23 el petróleo cotizaba en 87.70, cerrando esta semana en 83.65. El petróleo nuevamente muestra una tendencia ascendente debido al conflicto bélico desatado en Medio Oriente si bien mostró algo de calma durante esta semana. La dinámica para el resto de los commodities no cambia respecto a lo observado en estas últimas semanas que viene soportando una fuerte presión vendedora y de suma debilidad. Este efecto es el resultante de una economía china en franca desaceleración, en especial el complejo alimenticio y esta realidad a su vez insinúa una debilidad en la economía global que contrasta notablemente con el vertiginoso short de bonos soberanos norteamericanos que viene ocurriendo. Los metales básicos, si bien no sufren la con-

tudente presión bajista observada en alimentos, también exhiben una performance negativa para el 2023 lo cual refuerza la historia desinflacionante a nivel global y también una posible retórica desacelerante a nivel global. 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” y choca claramente contra este interminable embate de tasas largas que observamos en el transcurso de las últimas semanas.

Acciones Norteamericanas

Al 19/10/23 el QQQ operaba en 363.82, cerrando la semana en niveles de 347.43. Los fundamentos de la economía norteamericana son buenos pero tampoco le sobra nada. Se observa una economía que se desinflaciona consistentemente y por otra parte se percibe a una economía que no muestra síntomas evidentes de recesión pero que finalmente va a culminar claudicando ante este embate incesante en la curva de tasas. De esta forma, el Nasdaq, viene soportando razonablemente bien el embate de tasas largas pero todo tiene límites. Si se termina convalidando como espero la sobrerreacción en tasas largas, es altamente probable que a la luz de una economía norteamericana que se ve razonablemente saludable, los bulls vuelvan a tomar control de la situación intentando un cierre de año razonablemente optimista. Es necesario que culmine el selloff de Treasuries y que no se generalice a toda la región el conflicto iniciado en Medio Oriente.

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.