

Estrategia Internacional

Información al al 5/10/2023 11hs B.A. time.

SE ROMPE EL PETRÓLEO ANTE UNA 30YR YIELD IMPLACABLE

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Los datos de ADP sugieren alguna debilidad de caras al NFP del viernes 6 de octubre.*
- 🕒 *La parte corta de la curva sin cambios relevantes respecto a la semana anterior.*
- 🕒 *La parte larga de la curva sigue marcando máximos interanuales totalmente disociada de fundamentos, hasta que algo se rompa.*
- 🕒 *El VIX subiendo levemente en reacción al desplazamiento ascendente en la curva de yields. El petróleo bajo una sorpresiva tendencia bajista, 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.*
- 🕒 *Monedas emergentes mostrando una dinámica similar pero con mayor beta.*
- 🕒 *La sorpresiva y brutal presión de tasas largas es el nuevo enemigo del bull market.*
- 🕒 *El mercado queda expectante ante los nuevos datos de empleo de este viernes, atentos a la reacción en la 30yr.*

Contexto

Si bien el dato más relevante de empleo se publica este viernes (NFP), a la fecha de cierre del presente informe jueves, solamente disponemos de los datos de ADP los cuales han salido relativamente débiles y reflejan a la verdadera economía real que subyace en Estados Unidos, una en donde si bien no existen síntomas evidentes de una recesión tampoco sobra crecimiento. Esta realidad de “contenida debilidad macroeconómica” se enfrenta con una 30yr yield que viene operando aparentemente a “contra-fundamentos” a menos que se incluya en la ecuación de pricing a un mercado que anticipa una mayor prima de riesgo sistémico combinada con una mayor productividad de largo plazo que inflige una sostenida presión a la parte larga de las tasas reales las que a su vez, contagian a las nominales casi con una correlación del 100%. Esta combinación de “riesgo sistémico” sumada a “mayor productividad” quizá comience a subestimar sustancialmente todo lo actuado por la Reserva Federal durante el 2022 en el sentido que así como la inflación hace tiempo ya comienza a mostrar los impactos rezagados de una muy agresiva política monetaria, el ritmo de actividad real en la economía norteamericana también podría sorprendernos reflejando que los rezagos de política monetaria podrían ser muy severos y explicarían una tasa de 30 años en claro overshooting ante una economía norteamericana que finalmente comience a mostrar alguna reacción a tanta verticalidad en tasas cortas y largas impuestas por la Fed desde enero 2022 y ya va más de un año y medio de severo tightening monetario.

Esta realidad además debiera correlacionarse con el hecho de que la Fed sigue en pleno QT (Quantitative Tightening), con una persistente reducción de balance, lo que a su vez genera una contracción de M2 que venimos viendo desde hace más de un año. Pensar que tanto tightening monetario solamente va a generar desinflación sin dañar sustancialmente a la economía real es probablemente una gran subestimación que actualmente viene ejerciendo Wall Street en el pricing de bonos largos los cuales operan como si el tightening del 2022 no hubiera existido y han propinado en los últimos tres meses una suba en la 30yr yield de 100 puntos básicos lo cual es una cifra muy significativa y más aun dado en cortísimo plazo en el que ocurrió. Esta suba vertical en la 30yr yield ha generado a su vez, un violento incremento en la tasa de hipotecas la cual opera cómoda sobre 7.50% y ejerce una fortísima presión al mercado de viviendas. Dado el efecto multiplicador que especialmente tiene el mercado de viviendas en la economía norteamericana es razonable imaginar que una fuerte desaceleración en este componente, tarde o temprano culmine desacelerando a toda la economía lo cual reafirma el concepto de tasas largas en claro overshooting.

Mientras esta sostenida suba en tasas a lo largo de toda la curva de yields permanezca, el dólar seguirá muy firme contra monedas del G10 y emergentes. El yen por ejemplo, está bajo severa presión vendedora frente al dólar norteamericano haciendo mínimos de la década. Lo propio también ocurre con muchas monedas de emergentes que no solamente deben absorber yields norteamericanas en máximos interanuales sino que a la vez sufren un mercado de commodities con clara tendencia bajista debido a la debilidad que China viene mostrando en su economía. Por lo tanto, queda bastante evidente la imagen de una economía global a la que no le sobra crecimiento y que a pesar de ello debe soportar el embate de todas las tasas largas del planeta operando a “contra-fundamentos” en una dinámica que más temprano que tarde culminará por condenar a la economía global a recesión si es que el overshooting no se corrige pronto. Pareciera demasiado “drama” vivido por Wall Street y más aun cuando la Fed está muy cerca de pausar definitivamente en su ritmo de suba en la tasa de referencia.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 28/9/23 la 2yr yield cotizaba en 5.09%, cerrando esta semana en 5.03%. Respecto a la 30yr yield, al 28/9/23 la misma cotizaba en 4.76%, cerrando la semana en niveles de 4.89%. La parte corta de la curva se ha quedado sin historias relevantes y de hecho viene operando un rango muy contenido, nada nuevo para comentar en este frente. Lo que sigue disociado de la realidad referida a la economía real es una 30yr yield que no para de subir. No pareciera existir una historia contundente que explique la abrupta dinámica exhibida en este trimestre por una 30yr yield que pareciera estar subiendo por la combinación de factores referidos a mayor productividad y prima de riesgo sistémico en total indiferencia al daño futuro que semejante salto pudiera causarle a la economía real. Pareciera ser un clásico overshooting como tantos de los que vimos en 2022.

Monedas

Al 28/9/23 el euro cotizaba en 1.0553, cerrando esta semana en 1.0515. Nada nuevo en monedas, euro, yen y yuan depreciándose contra un dólar que seguirá muy firme mientras dure la presión de yields a lo largo de toda la curva. Desde junio de este año que se viene observando una fortísima presión en tasas especialmente las largas, aspecto que sigue ejerciendo impactos no solamente en monedas del G10 sino también en emergentes. Respecto al yen, su situación no cambia, el mismo cotiza en mínimos interanuales frente al dólar, lo cual refleja a un mercado que sigue esperando a un BoJ dovish, manteniendo su estrategia de control de curva y durmiendo de esta forma a las tasas largas. China también sin cambios, sigue estimulando fuertemente su economía, aspecto que entre otras cosas se evidencia con una 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, retroalimentándose con el sorpresivo mensaje de la Fed en sus últimos “dot plots”. Nada nuevo mientras persista la presión en la curva de tasas de interés, fortaleza del dólar across the board.

Commodities

Al 28/9/23 el petróleo cotizaba en 92,63, cerrando esta semana en 83.24. La tendencia sigue siendo la misma de las últimas semanas, lo que evidencia una macroeconomía que no cambia pero que ahora debe tolerar dos viejos y muy conocidos enemigos: “petróleo” que pareciera querer aflojar y una “30yr yield” implacable. El petróleo sigue operando totalmente disociado del resto de los commodities pero mostró en la semana una formidable baja sin explicación alguna, así operan los activos cuando su principal driver es la distorsión. El resto de los commodities viene soportando una fuerte presión vendedora la cual es resultante de una economía china en franca desaceleración, en especial el complejo alimenticio. Los metales básicos si bien no sufren la contundente presión bajista observada en alimentos, también exhiben una performance negativa para el 2023. 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 embate imparable de tasas que exhibe la curva norteamericana. De esta forma, las tendencias macro globales para un futuro cercano apuntan a una marcada desinflación global. La “inflación post-COVID” motivada por estrangulamientos de oferta, se ha desvanecido totalmente.

Acciones Norteamericanas

Al 28/9/23 el QQQ operaba en 354.87, cerrando la semana en niveles de 356.60. El mercado de equity norteamericano enfrenta el más cruel de sus enemigos: una tasa de 30 que no para de subir lo cual aumenta el costo de capital de largo plazo y baja notablemente el NPV de las valuaciones en especial el de papeles tecnológicos los cuales son mucho más sensibles a los embates de la 30yr yield. Esta realidad en la 30yr, sumada a un petróleo que también opera impulsado por distorsiones si bien más calmo por el momento, han sido dos inesperados enemigos que de golpe afectan a un economía 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. La pregunta del millón es hasta dónde seguirán tirando las tasas largas sin que se rompa algo como en marzo 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.