

Estrategia Internacional

Información al al 2/11/2023 11hs B.A. time.

EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS EN PLENO DIVORCIO RESPECTO A FUNDAMENTOS

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 El FOMC del pasado miércoles anticipa la cercanía al final del ciclo de tightening.
- 🕒 Se sigue digiriendo una temporada de reporte de resultados que quedó relegada dada la persistente suba de tasas largas.
- 🕒 Se publicó el ISM Manufacturing confirmando una imagen repetida en estos últimos meses: lenta desaceleración de actividad.
- 🕒 Se publicó el ADP el cual es un estimador privado del NFP, indicando también lenta desaceleración de actividad.
- 🕒 En esta coyuntura entonces toda la curva de tasas de interés de Estados Unidos comienza a descender.
- 🕒 Pareciera que finalmente un nivel de 5% en la tasa de 30 años comienza a ser un techo al menos, para el corto plazo.
- 🕒 Seguimos con una curva de tasas de interés para Estados Unidos virtualmente horizontal.
- 🕒 Si efectivamente se tranquiliza la tasa de 30 años esto podría comenzar a abrir una ventana de rally de fin de año para el mercado de acciones.
- 🕒 Otra buena noticia que pareciera querer asomar en el corto plazo es un petróleo que vuelve a tranquilizarse y comienza a operar cerca de 80.
- 🕒 El Banco Central de Japón sorprende con abandonar su estrategia de control de curva poniendo cierta presión en la tasa de 10 años.
- 🕒 Para todo el espectro commodities se sigue manteniendo una dinámica de fuerte debilidad la cual apunta a una desinflación global.
- 🕒 El conflicto en Medio Oriente sigue sosteniendo la demanda del oro que ha mostrado una excelente performance en las últimas semanas.
- 🕒 Pareciera que en la medida que se comienzan a tranquilizar las tasas de interés la fortaleza del dólar también empieza a estabilizarse.
- 🕒 VIX un poco más tranquilo operando debajo de 20 nuevamente.
- 🕒 Este viernes se vienen todos los datos de empleo y los mismos seguramente impactarán de manera vertical a la parte larga de la curva.

Contexto

De golpe, el mercado intenta argumentar una lista infinita de malas noticias aun cuando la macroeconomía norteamericana se ve razonablemente bien. Por un lado, tenemos una economía que se desinflaciona quizá más lentamente de lo que el mercado prefiriese, pero la desinflación existe, es robusta, y sumamente sistemática. Por otro lado, tenemos una economía resiliente que no muestra señales concretas de desaceleración a pesar de que la Reserva Federal ha propinado una restricción monetaria históricamente vertical. Estas dos historias macroeconómicamente correctas hace un trimestre ya que vienen chocando con una venta masiva de bonos del Tesoro norteamericano que ha generado uno de los shorts más agresivos de estos últimos 50 años. En poco menos de un trimestre la tasa de 30 años subió 115 puntos básicos lo cual ha generado un terremoto en la valuación de activos financieros a lo largo de toda la economía global. Es importante recordar que todo el mercado accionario global por definición es uno de largo plazo y por lo tanto, el descuento de los valores presentes de todos los papeles que cotizan en el mercado global lo vienen haciendo ahora a tasas largas internacionales que en general están 115 puntos básicos arriba de lo que prevalecía un trimestre atrás.

Normalmente, el riesgo de una suba de tasas largas está más correlacionado con la velocidad a la que ocurre que con el nivel que eventualmente alcanza. En la medida que una tasa de 30 años suba con cierta lentitud esta dinámica le da tiempo a la economía global para que se vaya adecuando a un nivel de tasas de interés más altas en el tiempo. Sin embargo, cuando dichas subas ocurren a extrema velocidad tal como aconteció en este último trimestre, se corre el riesgo de que algo se rompa en algún lugar de la economía global lo cual significaría el inicio de otra crisis financiera tal como la que vivimos en marzo de este año con la quiebra de algunos bancos regionales. Por el momento, pareciera que tenemos una combinación muy hawkish a nivel monetario encarnada por la Reserva Federal y un mercado de bonos norteamericanos que no para de shortear Treasuries como si la economía norteamericana y la economía global tuviesen una resistencia infinita a semejante verticalidad monetaria. De hecho, en marzo de este año cuando tuvimos la mini crisis financiera ocurrida en los bancos regionales de Estados Unidos el nivel de tasas de interés tanto cortas como largas, estaba bastante por debajo de lo actual, lo cual sugiere la posibilidad de una nueva crisis y la probabilidad de que dicho evento genere un crash en algún lugar del mercado, aspecto que no es descartable a la luz de la dinámica que actualmente estamos observando y por lo tanto no es casual la brutal negatividad que de golpe han absorbido los mercados financieros de acciones a lo largo y a lo ancho de todo el planeta.

Se genera la sensación de que el mercado financiero internacional está viviendo la realidad actual con un nivel de dramatismo totalmente exagerado y cuya raíz principal proviene de un short de Treasuries que ha llevado a la tasa de 30 años a lo que pareciera ser un evidente nivel de overshooting. Por el momento, el mercado de bonos pareciera no temerle a los rezagos desacceleratorios que muy probablemente la política monetaria restrictiva encarada por la Reserva Federal desde enero del 2022 termine ocasionando a la economía global, lo cual sugiere la posibilidad de una clara exageración en el nivel actual de la tasa de 30 años. El embate en la tasa de 30 ha sido tan agresivo que ni siquiera el sorpresivo conflicto en Medio Oriente ha generado rally en bonos del Tesoro lo cual invalida temporariamente su condición natural de “safe haven” y ha dado lugar a un formidable rally del oro en su reemplazo. Lo cierto es que hasta que el short de Treasuries no se calme la recuperación en el mercado de acciones globales resulta absoluta-

mente imposible a pesar de que la economía global tiene señales razonablemente correctas.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 26/10/23 la 2yr yield cotizaba en 5.06%, cerrando esta semana en 4.93%. Respecto a la 30yr yield, al 26/10/23 la misma cotizaba en 5.06%, cerrando la semana en niveles de 4.82%. De acuerdo con la dinámica que se viene observando en las últimas dos semanas pareciera que el nivel de 5% en la tasa de 30 años está intentando convertirse en alguna especie de techo, lo cual podría dar respiro a un mercado de acciones que ha tenido en los últimos dos meses un short brutalmente agresivo. Si bien el mercado para la parte corta de la curva está priceando un escenario de “higher for longer”, no pareciera que a los niveles de la misma le quede mucho más para sorprendernos. Por lo tanto, la principal incógnita para los próximos días resulta en averiguar si efectivamente la tasa de 30 años está encontrando un techo por lo menos de corto plazo y de caras a un 2023 que quizá intente un rally de cierre a pesar de todo. El sentimiento del mercado es extremadamente bearish tanto en bonos como en acciones y enfrenta ahora una curva de yields prácticamente en estado horizontal.

Monedas

Al 26/10/23 el euro cotizaba en 1.0547, cerrando esta semana en 1.0653. Hace muchos meses que las monedas no están generando cambios sustancialmente importantes y lo único que se observa es una tendencia generalizada a la fortaleza del dólar que a esta altura de los acontecimientos parece exagerada. Las monedas emergentes están especialmente bajo presión dado que enfrentan commodities a la baja, una tasa de 30 años con una suba muy agresiva, y una desaceleración de la economía China que sugiere una debilidad futura a observarse en sus respectivas economías. Nada nuevo ocurre en el euro y tampoco en el yen japonés por lo tanto, las monedas quedan presa de lo que eventualmente pueda seguir haciendo la tasa de 30 años. En lo que respecta a Japón, el Banco Central sorprendió intentando abandonar su estrategia de control de curva para la tasa de 10 años lo cual generó una apreciación momentánea en el yen. La sensación es que la parte larga de la curva de Estados Unidos está muy cerca de calmarse y si dicho escenario efectivamente se consolida podríamos tener un cierre de año caracterizado por cierta debilidad relativa del dólar.

Commodities

Al 26/10/23 el petróleo cotizaba en 83.65, cerrando esta semana en 81.15. Los únicos dos commodities que tienen una dinámica particular afectada por el conflicto en Medio Oriente son el petróleo y el oro, los cuales en estos últimos días no responden a fundamentos macroeconómicos sino a una realidad bélica. Sin embargo, a pesar del conflicto bélico en Medio Oriente, el petróleo pareciera querer calmarse nuevamente acercándose a la zona de 80, lo cual vuelve a plantear las bondades de un proceso de desinflación a nivel global que está instaurado desde inicios de este año. El resto de los commodities tanto metales básicos como alimenticios, sigue reflejando una y otra vez una historia de desaceleración que generó una clara tendencia a la baja y por lo tanto describe una realidad de desinflación que termina siendo una señal benigna a la economía global dentro de tanta mala noticia. Nada nuevo en este frente, de hecho, las historias

macroeconómicas hoy son muy similares a las que teníamos cuatro meses atrás por eso sorprende el nivel de dramatismo con el que el mercado está shorteando bonos y acciones.

Acciones Norteamericanas

Al 26/10/23 el QQQ operaba en 347.43, cerrando la semana en niveles de 362.10. 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. El embate en la tasa de 30 años viene lastimando a todos los índices globales de acciones al punto tal que estamos en niveles de sobreventa muy extremos. El nivel de agresividad en la tasa de 30 años es tan brutal que hasta la temporada de reporte de resultados viene pasando casi desapercibida. Nada mejorará en el mercado de acciones si no se calma la tasa de 30 años. El principal driver de la economía global es la tasa de 30 años y la agresividad con la que ha subido en estos últimos tres meses ha generado muy sustanciales pérdidas a lo largo de todo el espectro accionario. Si hay rally de fin de año, el mismo dependerá enteramente del comportamiento en el mercado de bonos norteamericanos.

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.