

Estrategia Internacional

Información al 23/10/2024 10.30hs B.A. time.

EXPLOTAN LAS TASAS LARGAS: ENTRE LA REFLACIÓN Y UN SENDERO INSOSTENIBLE DE ENDEUDAMIENTO

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 El mercado comienza a concentrarse en las elecciones del 5 de noviembre como principal driver.
- 🕒 Gane quien gane, Wall Street descuenta que seguiremos con una fuerte tendencia populista y por lo tanto, con niveles de endeudamiento en ascenso.
- 🕒 Futuros de tasa de referencia sin cambios relevantes.
- 🕒 Sigue la fortísima presión ascendente en tasas de interés, tanto cortas como largas.
- 🕒 Desde el FOMC del 17/9, la presión en tasas ha sido ineludible.
- 🕒 Casi toda la curva de yields de Estados Unidos opera sobre 4%, capturando presión ascendente en tasas reales y breakevens.
- 🕒 Imparable la 30yr cotizando actualmente en 4.53%, desde el 17/9 ha subido 57 puntos básicos.
- 🕒 Fuerte presión ascendente también en la 2yr, cotizando actualmente en 4.05%, desde el 17/9 ha subido 45 puntos básicos.
- 🕒 Oro y plata recuperando momentum y sumándose a la reflación en hard assets, a pesar de la suba en tasas de interés.
- 🕒 Oro marcando cotidianamente ATHs en una coyuntura que lo favorece.
- 🕒 Plata alcanzando niveles no observados en estos últimos diez años, intentado un merecido catch up versus oro.
- 🕒 Wall Street anticipa una política monetaria global dovish, aspecto que retroalimenta el FOMO en hard assets.
- 🕒 Permanecen en el mercado las dudas respecto a la magnitud de los estímulos en China.
- 🕒 El petróleo, operando en rangos amplios sin clara tendencia.
- 🕒 Commodities agrícolas y metales básicos, devolviendo parcialmente los rebotes originados a partir de los anuncios de China con dudas renovadas.
- 🕒 Fuerte rebote en criptos, intentando anticipar una victoria republicana y sumándose al FOMO en hard assets.

Contexto

El plan de la Fed, es intensificar la licuación nominal del dólar y lograr a partir de dicha decisión evitar una desaceleración global. La licuación del dólar es la contrapartida de la “no recesión” que intenta conseguir la Fed y el resto de los principales centrales del mundo a partir de una política monetaria que se presenta como muy dovish, de manera sincronizada y simultánea. El trade obligado pareciera ser contundente: long un portfolio diversificado de hard assets en sus distintas formas: acciones, commodities, cryptos, real estate y evitar monedas papel y bonos del G10, ambos altamente licuables. Es importante recordar que los bonos soberanos norteamericanos no son otra cosa que una versión diferida del dinero en efectivo, ese mismo que la Fed intenta licuar.

La Fed vuelve a articular dos viejas armas. Primero, las bajas en tasa de referencia se asocian a disminuciones en las tasas cortas de interés, con el objetivo de generar una recuperación del consumo. Segundo, si la Fed genera un entorno “dovish y acomodativo” se produce una coyuntura bullish en el mercado de acciones, lo que retroalimenta un efecto riqueza positivo. El concepto de “efecto riqueza” se relaciona a un Wall Street que convalida los ciclos de tasas de interés “dovish” siempre y cuando se evite una recesión. Lo que se descuenta actualmente es que “la Fed llegó a tiempo” y que su política monetaria “dovish” apunta a generar un entorno macroeconómico de rebote coyuntural alimentado principalmente por bajas en las tasas de interés, especialmente las cortas. El mercado recibe el mensaje por lo que tanto el S&P como el Nasdaq, siguen batiendo ATHs para un mercado que claramente ya no ralea por expectativas de mejores macrofundamentals sino por la percepción de que si no se incorporan a sus respectivas carteras activos financieros que acompañen lo anunciado por los principales bancos centrales del G10, todo portfolio literalmente queda licuado.

Esta realidad ocasiona una volatilidad de portfolio muy superior a la que podría obtenerse de carteras con una columna vertebral concentrada en bonos del G10, pero a su vez, altamente licuables. En esta coyuntura, es muy bearish estar posicionados en bonos libres de riesgo los cuales han sido severamente castigados desde el FOMC del 17 de septiembre. Desde la última decisión de política monetaria de la Fed, la 2yr yield tuvo un spike de 45 basis y lo propio aconteció en la 30yr yield con suba de 57 basis, por lo que toda la curva exhibió un desplazamiento ascendente muy significativo. Mientras la Fed decide bajar su tasa de referencia, el mercado lo celebra entendiendo que esta sorpresiva baja en más de lo esperado, podría evitar una fuerte desaceleración y por lo tanto, el sendero esperado de tasa de referencia se anticipa como menos dovish al que se esperaba antes del último FOMC. De esta manera, toda la curva de yields, se ha comportado en sentido opuesto a la retórica dovish de la Fed: desde la decisión monetaria del último FOMC, el resto de la curva movió “al revés” y ha exhibido saltos muy relevantes principalmente alimentados por subas en tasas reales (expectativas de crecimiento) y en breakevens (expectativas de inflación). Sin embargo, no todo es buena noticia. Especialmente para la parte larga de la curva, una parte de los 57 basis de suba podría estar explicando a un mercado que comienza a cargar riesgo sistémico en bonos soberanos norteamericanos.

Al ser las tasas de interés a lo largo de la curva un promedio del sendero esperado de tasa de referencia, en la actualidad su ascenso generalizado se explica porque dicho sendero de tasa de referencia ya no es tan bajista como se anticipaba dado que se pricea que la “Fed llegó a tiempo”, aspecto que podría ser modificado de acuerdo con cómo sigan saliendo los datos de inflación y

empleo. Claramente, la Fed con su decisión “endogeneizó” la suba en toda la curva, y este ascenso es la expresión de un mercado que aprueba lo actuado en el último FOMC y acepta a la reflación como escenario base pero a la vez, se permite dudar en el largo plazo recargando a la 30yr.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 16/10/24 la 2yr yield cotizaba en 3.94%, cerrando en 4.05%. Respecto a la 30yr yield, al 16/10/24 la misma cotizaba en 4.30%, cerrando en niveles de 4.52%. El mercado deberá esperar meses para concluir respecto al efecto final de los estímulos de China y su correspondiente derrame al resto de los mercados, especialmente commodities. El mapa de tasas se ha recalentado en este último mes mostrando un piso y se atribuye a una suba combinada de tasas reales (expectativas de crecimiento y algo de riesgo sistémico) y breakevens (expectativas de inflación). Este comportamiento explica el desplazamiento de 45 basis en la 2yr y de 57 basis en la 30yr. Respecto a la 2yr yield, el mercado de bonos recalibra y comienza a anticipar un sendero de baja de tasa de referencia no tan agresivo como hasta hace seis semanas atrás, fruto del veredicto actual “la Fed llegó a tiempo”. Respecto a la 30yr yield, en adición a todos los efectos promovidos por el último FOMC, se agrega un déficit y endeudamiento en máximos y sin chances de corregir. Lo dispuesto por la Fed, China y el resto de los centrales del G10, apunta a una política monetaria muy dovish y por lo tanto, reflacionante. Pareciera que tendremos inflación de activos por largo tiempo.

Commodities

Al 16/10/24 el petróleo cotizaba en 72.24, cerrando esta semana en 70.51. Energía, metales básicos y alimentos, todos ellos relacionados al nivel de actividad global, podrían en los próximos meses ser beneficiados por los anuncios de China si bien por el momento no se entiende con precisión su dimensión y alcance. Claramente, se viene gestando desde junio de este año un entorno relativamente más bullish commodities en general. Lo anunciado por China podría cambiarlo todo para un mercado que precisamente por la falta de crecimiento del gigante asiático tuvo una tendencia claramente bearish especialmente en el primer semestre del 2024. Los anuncios de China implican confirmar una política global que se empeña en evitar recesiones y la herramienta escogida se refiere a inundar de liquidez al mercado, causando FOMOs en todo hard asset posible y reflación global. En un entorno reflacionante como éste, el oro y la plata debieran seguir siendo altamente demandados y esto explica su fuerte momentum actual.

Acciones Norteamericanas

Al 16/10/24 el QQQ operaba en 490.91 cerrando en niveles de 494.91. Si bien el mercado de acciones norteamericano está caro respecto al de emergentes, queda claro que en este FOMO global alimentado intencionalmente por la Fed y el resto de los centrales del G10, los índices norteamericanos siguen siendo un componente preferido en esta carrera anti-licuadora. Esta realidad no pareciera querer cambiar en el futuro cercano. De esta forma, la pregunta es si los mercados de acciones emergentes que trasciendan a China, podrán sumarse a este FOMO global dado que ahora se observa al gigante asiático como un especial catalizador de estas posiciones, pero

todavía con muchas dudas de implementación y convicción de magnitudes. Si China logra estimular al mercado de commodities, las acciones emergentes debieran unirse a la corrida contra las monedas papel, pero no estamos allí todavía en especial con las decepciones acontecidas recientemente respecto a la magnitud del estímulo fiscal encarado por China.

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.