

INESPERADA SUBA DE TASAS REALES CON CONSECUENCIAS GLOBALES: “EL SHOCK DE AI” Y EL NUEVO CISNE BLANCO

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- ❏ El “Debt Ceiling” se descarta como “cisne negro” y deja a un mercado priceando los bondades de un shock tecnológico
- ❏ Desde hace semanas, el “AI shock” viene generando una fortísima suba de tasas reales cortas
- ❏ Las tasas reales impulsaron a su vez fuertes subas en tasas nominales con breakevens muy tranquilos
- ❏ Esta sorpresiva realidad ocasionó una renovada fortaleza del dólar norteamericano
- ❏ El rally sigue de la mano de las “big five” que quedan bien posicionadas ante el “shock de AI”
- ❏ Los shocks de productividad suelen ser deflacionarios, aspecto que explica tranquilidad de breakevens
- ❏ Ante el embate de tasas, el oro y la plata vienen sufriendo una persistente ola de ventas
- ❏ La tasa de 30 años sigue respetando el rango 3.50%/4.00% pero operando cerca del upper bound
- ❏ Un Wall Street que esperaba desaceleración se encuentra con un shock tecnológico que podría cambiarlo todo
- ❏ Las rotaciones en favor de tecnológicas y contra acciones cíclicas siguen vigentes
- ❏ Una tasa de 30 años más cerca de 4.00% plantea la posibilidad de armar posiciones en bonos largos anticipando overshooting

Contexto

Ante la aprobación por parte del Congreso Norteamericano de una extensión al límite de deuda, se descarta al “Debt Ceiling” como cisne negro y Wall Street se queda entonces con dos shocks sorpresivos y totalmente inesperados que han afectado al mercado entre marzo y mayo de este año.

Primero, tuvimos la sorpresiva crisis bancaria de marzo 2023 cuyas consecuencias finales desconocemos pero en principio dicho evento sirvió para generar una fuerte tendencia descendente en tasas nominales y reales siendo el dólar norteamericano una de las principales víctimas. La lógica de este movimiento es que la crisis bancaria ocasionaría una restricción al crédito aspecto que suele tener implicancias recesivas que explicaba el generalizado descenso en tasas nominales y reales a lo largo de toda la curva, dinámica que dominó hacia fines de abril.

Segundo, sorpresivamente ahora estamos en presencia de un shock tecnológico de inteligencia artificial (AI) que pudo revertir el pricing de la crisis bancaria en la dimensión “tasas de interés” ejerciendo una muy significativa presión ascendente en las tasas reales y nominales. De hecho, la 1yr yield pudo operar recientemente en niveles superiores a los vigentes en marzo 8, momento a partir del cual se comenzó a pricear la crisis bancaria con una Fed que se despedía de su estancia hawkish. Esta secuencia de eventos imprevistos ocurrió en solo dos meses y enfrentó a un mercado desprevenido que no los tenía bajo su radar de eventos probables. De esta forma, el mercado está en pleno “pricing de un shock tecnológico” cuyas consecuencias finales son absolutamente desconocidas pero que en principio, se lo percibe como una muy buena noticia.

En este contexto, el “AI shock” podría redefinir el nivel de tasas reales a lo largo de toda la curva llevando a la economía norteamericana a un nuevo nivel de yields, todas ellas más altas. Por el momento, el pricing del “AI shock” viene ocurriendo con suma racionalidad: suben las tasas reales ante la anticipación de mayor crecimiento y se estabilizan los breakevens dado que un shock tecnológico suele ser deflacionario. De golpe, el mercado absorbe una fortísima suba de tasas reales y nominales pero en vez de vender tal como era el caso en 2022 ahora lo celebra. La valuación del shock tecnológico de “AI” se hizo aún más evidente con el reporte de resultados de Nvidia dado que el guidance informado indicó un crecimiento futuro que Wall Street percibe como exponencial. En teoría al menos, un shock tecnológico hace subir la productividad marginal del capital y con ello su retorno. La razón es que, la tasa de retorno del capital se iguala a su productividad marginal en el óptimo, propiciando subas de tasas reales.

Resulta evidente que toda la acción de mediano plazo se viene retroalimentando con este sorpresivo shock de “AI” cuyas dimensiones y consecuencias desconocemos. Surgen dos preguntas obligadas: 1) ¿podrá el shock de “AI” neutralizar la recesión que se aproximaba hacia el cierre de 2023?, 2) ¿habrá generado el shock de “AI” un cambio permanente en el rango de trading de tasas largas?

En este contexto, sigue la fuerte rotación a tecnológicas, claramente el shock de “AI” no es uno que favorece a las acciones cíclicas pero a la vez propició un rally muy concentrado y de poco breadth en solo diez nombres tecnológicos planteando el interrogante de si podrá generalizarse al resto de las acciones tecnológicas. Acciones cíclicas aparte, tampoco pareciera que haya demasiada predilección por acciones emergentes dado que el shock de “AI” al poner presión sobre las tasas, renueva la fortaleza del dólar y eso suele ser complicado para acciones de EM.

De esta manera, muchas posiciones que se beneficiaron con el “cisne negro bancario” ahora enfrentan toma de ganancias ante este sorpresivo “cisne blanco tecnológico”. Oro, plata, bonos largos y monedas emergentes sufren una renovada e inesperada tendencia vendedora ante un dólar que en este contexto podría seguir fortaleciéndose.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 18/5/23 la 2yr yield cotizaba en 4.23%, cerrando esta semana en 4.37% y marcando un mes en donde se han observado muy fuertes subas de tasas medias y cortas. Los datos de la semana siguen describiendo un escenario económico que se desacelera pero que ahora lucha contra una visión de mediano plazo mucho más benigna a partir del “shock en AI”. De acuerdo al Dallas Fed Index publicado el martes: “se observa una masiva desaceleración en el nivel de actividad económica” lo cual sigue sugiriendo un enfriamiento a futuro. De esta forma, las tasas cortas enfrentan dos dinámicas opuestas. Por un lado, los datos macroeconómicos de Estados Unidos siguen apuntando hacia la desaceleración. Por otro lado, el “shock de AI” obliga a Wall Street a plantearse las consecuencias de un shock tecnológico en la dimensión tasas de interés. Si el “AI shock” es tan contundente como NVDA sugiere, el impacto en la curva de yields debiera ser ascendente y permanente pero como todo en este 2023, habrá que esperar a que se convalide. Respecto a la 30yr yield, al 18/5/23 la misma cotizaba en 3.91%, cerrando la semana en niveles de 3.81%. Hasta el momento y a pesar de toda la volatilidad observada, la 30yr yield respeta su rango de trading en la zona 3.50%/4.00% y para quebrarlo algo sumamente relevante deberá ser priceado ya sea, recesión inminente o permanencia del “shock de AI”.

Monedas

Al 18/5/23 el euro cotizaba en 1.0782, cerrando esta semana en 1.0721. En este último mes las tasas cortas norteamericanas han sufrido una fortísima suba y siempre que suben las tasas cortas en Estados Unidos se produce una generalizada suba del dólar y selloff en el resto de las monedas. De esta manera, tanto las monedas del G10 como las de emergentes han estado bajo fortísima presión en este último mes y en este contexto dos dinámicas con efectos opuestos siguen interactuando. Por un lado, un recesión de la economía norteamericana suena como evento con probabilidades crecientes lo cual debiera fortalecer al euro y en general al resto de las monedas pero que a la vez enfrenta ahora un driver de mediano plazo sumamente inesperado y que plantea la pregunta respecto a que tan neutralizador de una recesión probable sería el “shock de AI”. Pareciera que el mercado por el momento absorbe el “shock de AI” y redefine un nuevo rango de trading de aproximadamente 3% abajo respecto al mes anterior. Claramente, el “shock de AI” vuelve a poner a la fortaleza del dólar como driver y dicha situación no parecería querer revertirse. Nuevamente y 3% más abajo, el euro vuelve a definir un rango de trading de corto plazo y muy lejos de su euforia reciente.

Commodities

Al 18/5/23 el petróleo cotizaba en 72.29, cerrando esta semana en 67.88. No existen drivers nuevos en la dimensión commodities. Parecería que la noción de una desaceleración global en

el nivel de actividad pesa sobre todo el espectro commodities el cual a su vez suele sufrir con los embates de un dólar fuerte. Sigue sin traccionar la reapertura de la economía china como driver bullish y por lo tanto los commodities relacionados a metales básicos, energía y alimentos siguen en rango de trading con leve sesgo a la baja. En la coyuntura actual no deja de ser una aceptable noticia dado que commodities a la baja calman al headline inflation teniendo en cuenta que el problema inflacionario de Estados Unidos lejos está de haberse resuelto. Respecto a metales preciosos, tanto el oro como la plata intentan también formar un nuevo rango de trading y lejos de la euforia del mes anterior. Si el “shock de AI” es tan relevante como Wall Street intenta descontar, el mismo terminaría siendo un shock “hawkish” y eso debilitaría al oro el cual también intenta un nuevo rango de trading más abajo y sin euforia, tal como el euro y monedas en general.

Acciones Norteamericanas

Al 18/5/23 el QQQ operaba en 333.41, cerrando la semana en niveles de 347.40 y en claro bull market de la mano del “shock de AI”. En este último mes, el Nasdaq ha tenido un formidable rally pero el mismo se ha concentrado en un pequeño grupo de tecnológicas. Wall Street sigue percibiendo una desaceleración de corto plazo como escenario probable, aspecto que pesa sobre el mercado. A la vez, surge la pregunta de si el resto del Nasdaq podría acoplarse a lo que ha sido hasta el momento un rally muy concentrado en un pequeño grupo de tecnológicas. Corto plazo aparte, la pregunta relevante es qué tan permanente y significativo es este “shock de AI”. Si el mismo termina siendo lo relevante que planteó NVDA, los largos en tecnológicas recién comienzan y la generalización al resto del componente tecnológico debiera ocurrir y propagarse en el tiempo. Las tecnológicas parecieran tener clara ventaja frente a cíclicas en este contexto.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prouurban (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.