

# Estrategia Internacional

Información al al 10/8/2023 11hs B.A. time.

## LA “MACRO” MANDA: EMPLEO FIRME E INFLACIÓN CONTENIDA

**Germán Fermo**

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- Siguen firmes los datos de empleo reportados el viernes pasado para una economía norteamericana en estado de resiliencia.
- Los datos de headline y core CPI reportados ayer jueves, han salido totalmente en línea con el consenso de mercado.
- Sigue firme el escenario base de “desinflación sin recesión inminente” pero con algunas dudas ahora respecto al fuerte rebote de commodities.
- Una 30yr más tranquila limpia parcialmente el “efecto Fitch” de la semana anterior que insinuaba un claro overshooting.
- Al ritmo de tasas largas en baja, el Nasdaq intenta recuperar el castigo de la semana anterior.
- El evento Fitch fue una excelente excusa para toma de ganancia en especial, equity tecnológico.
- En breve, el mercado retomará el repricing de tendencias macroeconómicas con NFP y CPI como catalizadores excluyentes.
- Las tasas nominales largas desafían al “upper bound” que sirvió como fuerte resistencia durante todo el 2023: 4% para la 30yr.
- La pendiente de la curva norteamericana sigue en plena desinversión de la mano de un shock de riesgo sistémico para Estados Unidos.
- Depurado el efecto miedo, los commodities energéticos y metales básicos, retoman su tendencia firme.
- Atentos con un petróleo que ya opera cómodo sobre USD 83, aspecto que complica potencialmente el escenario de “forward inflation”.
- El fortalecimiento del dólar norteamericano parecería ganar tracción y eso es a pesar de la depuración parcial del “evento Fitch”.
- Independientemente del ruido intradiario, la macro manda y será dicha macro la que siga definiendo la dinámica del bull market.

## Contexto

Buenos datos de empleo e inflación reportados durante agosto robustecen la noción de “desinflación con soft landing”. El trading intradiario suele ser vertical, psiquiátrico, adolescente e irrelevante, y así fue la reacción que motivó la sorpresiva decisión de Fitch de bajarle la calificación crediticia a Estados Unidos referida a la deuda de largo plazo. Lo que anunció Fitch lo sabe todo el mundo desde hace años por lo que a nivel fundamental no debiera sorprender a nadie el hecho de que Estados Unidos peca por un exceso notable de endeudamiento pero así son los mercados en el corto plazo: basta que alguien levante la mano para que toda la manada intradiaria siga al ruido y lo opere en forma de lotería con alto grado de esquizofrenia. Yendo a escenarios base que en definitiva son los que definen la performance de un año y tal como lo comentó muy claramente Jerome Powell en su último FOMC, el 2023 es un año “data-driven” por lo que en definitiva se descuenta en los mercados será totalmente influenciado por las dos dinámicas que actualmente vienen compitiendo en la macroeconomía norteamericana: “desinflación” vs “recesión potencial” y de acuerdo a los datos que ya se publicaron en agosto para ambos frentes se sigue convalidando la noción de una economía que se desinflatona de manera benigna y eso sigue siendo una muy buena noticia. En este frente, agosto ya comienza a pricear el octavo capítulo de un año plagado de relevancia macroeconómica. De esta forma, los datos de empleo reportados el viernes 4 de agosto vuelven a describir a una economía que sigue mostrando notables signos de resiliencia con una tasa de desempleo cerca de mínimos interanuales y los correspondientes a CPI reportados el jueves 10 de agosto muestran a una economía que se sigue desinflatonando de manera razonable. Por el momento, la macroeconomía de Estados Unidos sigue reflejando una y otra vez a un sistema que por ahora pudo sobrevivir los embates de la Reserva Federal en la parte corta de la curva de tasas orquestados durante un dolorosísimo 2022 con tono permanentemente hawkish y con la Fed decidida a perpetuar permanentes golpes retóricos al Nasdaq para ocasionar shocks negativos de riqueza que enfriasen a la economía para desinflatonarla.

En orden de importancia por el momento, los datos de inflación son los que tienen la principal preponderancia en el sentido que a pesar de una historia desinflatonaria norteamericana que se ve muy bien todavía hay varios frentes que podrían salir mal y complicar el corto plazo entendiéndose que toda decepción implicaría un repricing de las decisiones futuras en materia de tasas de interés cortas que se esperarían de la Fed. En tanto y en cuanto, los datos mensuales de CPI y PCE sigan describiendo las tendencias actuales incluido el mes de agosto, el mercado seguirá priceando y celebrando. En un segundo orden de importancia pero muy cerca, están los datos de empleo porque miden el daño que la política monetaria restrictiva del 2022 pudo haber infligido sobre la economía norteamericana, la recesión sigue siendo un fantasma vigente y probablemente sea la mayor esperanza que tienen los bears para romper a este bull market. De esta forma, lo reportado el viernes pasado en materia de empleo sigue convalidando la noción de una economía muy resiliente con altos saltos de productividad que a la vez operan como drivers desinflatonantes. Entonces, para un mercado que todavía intenta digerir el sorpresivo “evento Fitch”, los datos de empleo implican que la primera vara macroeconómica del mes fue saltada con éxito, otra vez más y los datos de inflación siguen convalidando una historia benigna. Hasta que el mercado no llegue al veredicto de que la inflación está totalmente vencida, serán los datos de CPI y PCE los que manden la dinámica del mercado en los próximos meses.

Por el momento, el mercado vino priceando un evento sistémico que no debiera sorprender a nadie pero que irónicamente sorprendió a todo el mundo generando una suba en un parámetro crítico para el mercado: tasas de interés largas libres de riesgo. El “evento Fitch” ha generado un salto en la parte larga de la curva más relevante de todas y dicho movimiento ha producido subas en tasas largas en todo el espectro de bonos soberanos y corporativos del G10 y emergentes, reduciendo los valores presentes de casi todo componente del mercado accionario. Probablemente, este efecto será uno vertical que culmine solo en eso o sea, tasas a un nivel mayor y en probable overshooting. En este estado de cosas, el mercado volverá a pricear a la macro en sus dos dimensiones relevantes: “desinflación” y “recesión potencial”. Independientemente de Fitch, la macro manda y serán estas dos tendencias las que en última instancia definan la supervivencia o no de este incipiente bull market. Por el momento y a pesar de la reacción psiquiátrica ocasionada por el “evento Fitch”, el escenario de “desinflación con soft landing” sigue intacto y en definitiva es el que determinará la relación de precios de los activos financieros. El mercado podrá digerir el salto de tasas largas en tanto y en cuanto la macro siga acompañando, tal como vuelven a mostrar los datos de agosto.

## MERCADOS

### Tasas de interés

Al 3/8/23 la 2yr yield cotizaba en 4.90%, cerrando esta semana en 4.78%. Respecto a la 30yr yield, al 3/8/23 la misma cotizaba en 4.28%, cerrando la semana en niveles de 4.19% y bastante más tranquila limpiando parciamente el “overshooting por Fitch”. La parte corta de la curva ha venido operando de manera razonablemente estable frente a una parte larga que ha explotado al ritmo del sorpresivo anuncio de Fitch. Es altamente probable que parte de dicha reacción haya sido con overshooting y de a poco el mercado volverá a pricear una realidad benigna para la economía real de Estados Unidos pero una a la que no le sobra el crecimiento y por lo tanto, es inconsistente con subas abruptas de tasas largas. En este sentido sería razonable esperar que la tasa de 30 vuelva a acercarse a lo que había sido su “upper bound” en torno a niveles del 4%. El anuncio de Fitch debiera entenderse como un episodio con consecuencia vertical pero única y a partir de dicha realidad el mercado seguirá priceando la evolución de una economía en donde la parte corta reacciona muy febrilmente a la inflación y la larga al desempleo. Sería razonable entonces, esperar que la 30yr comience a tranquilizarse después de una semana pasada muy violenta tal como pareciera estar ocurriendo.

### Monedas

Al 3/8/23 el euro cotizaba en 1.0914, cerrando esta semana en 1.1027. Las monedas han sido severamente afectadas por el evento de aversión al riesgo propiciado por los anuncios de Fitch. El escenario de “miedo” generó una abrupta demanda por dólar spot y por bonos cortos norteamericanos que se apreciaron al ritmo de los saltos que pegaba el VIX. Sin embargo, una vez que se depure el efecto “sorpresa y miedo” sigue siendo razonable imaginar a un dólar norteamericano que se siga apreciando sobre el euro bajo la noción de una economía mucho más resiliente que debiera jugar en favor del diferencial de tasas de interés de Estados Unidos frente a Europa. A menos que tengamos una sorpresa inesperada de caras a cierre de año, la “no recesión” refleja a una economía norteamericana resiliente que pone de punta a las tasas reales cortas y que con ello sustenta una apreciación consistente del dólar norteamericano.

## Commodities

Al 3/8/23 el petróleo cotizaba en 79.92, cerrando esta semana en 83.63 y preocupantemente, tomando mucha fuerza. El “evento Fitch” ocasionó una venta masiva de activos de riesgo contra la compra de dólar spot y los commodities no han escapado a la liquidación de posiciones que generó el evento. Sin embargo, como todo evento de corto plazo, el mismo comienza a ser digerido por las distintas clases de activos y de a poco, los commodities vuelven a demostrar un patrón que se viene haciendo evidente en las últimas seis semanas: tanto los commodities energéticos como los metales básicos siguen firmes en su recuperación muy probablemente relacionados al repunte de actividad en China. Por el momento, las subas no son dramáticas y por lo tanto no complican la dinámica esperada del “headline inflation” en Estados Unidos aunque el salto de breakevens ha sido causado por esta situación. Recuerden que la historia todavía preponderante para Wall Street es el ritmo de desinflación de Estados Unidos y esta realidad pone a los commodities en especial punto de relevancia. Un mercado de commodities razonablemente contenido resulta especialmente bullish para el mercado de equity global y tiene notables efectos sobre la curva de yields y eso de a poco se está poniendo en duda de la mano de un petróleo finalmente muy bullish.

## Acciones Norteamericanas

Al 3/8/23 el QQQ operaba en 374.17, cerrando la semana en niveles de 373.95. Desde mayo que el Nasdaq viene operando con un tono bullish muy marcado. El “evento Fitch” sirvió para darle al mercado una excusa de toma de ganancias, “adelgazar al Nasdaq”, reducir los RSIs y volver a generar puntos de entrada que resulten razonables para que Wall Street se permita ralear nuevamente. No parecería que el “evento Fitch” pueda quebrarle el brazo a este bull market el cual sigue siendo plenamente dependiente de los datos macroeconómicos. Recordemos que lo que Fitch “le anunció al mundo” es conocido por “todo el mundo” desde hace largos años por lo que en definitiva, la reacción de precios huele más a actuación que a un verdadero repricing. Como indicamos en repetidas situaciones anteriores, la supervivencia de este bull market dependerá de si la macro sigue convalidando la historia de “desinflación sin recesión”. Lo de Fitch quedará como un evento psiquiátrico más para un mercado intradiario plenamente dominado por algoritmos de correlación pero en ninguna circunstancia nubla un bosque dominado por un solo concepto: la macro manda en 2023. El escenario base por el momento sigue intacto: “desinflación con soft landing” y eso es bullish equity.

## 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.