

Estrategia Internacional

Información al 26/06/2024 17hs B.A. time.

UNA TASA DE 30 QUE SE ANIMA A SEÑALIZAR UNA RECESIÓN CON MAYOR CONVICCIÓN

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Una semana tranquila y con pocos datos.*
- 🕒 *NVDA sigue siendo el único driver relevante de un mercado que se quedó sin historias nuevas y monotemático.*
- 🕒 *El Nasdaq totalmente dominado por la dinámica de NVDA que opera sin límites aparentes a la suba en claro FOMO.*
- 🕒 *Permanece una notable divergencia entre las “7 mega caps” y el resto, para un mercado de bajo breadth.*
- 🕒 *Tasas cortas y largas, permanecen en los mismos niveles que la semana anterior.*
- 🕒 *Sigue la presión descendente en tasas largas.*
- 🕒 *Futuros de tasa de referencia estancados cerca de “1 solo cut”, sin cambios.*
- 🕒 *El petróleo en “81” todavía no contagia a los breakevens de corto plazo para un mercado que no cree en ese nivel.*
- 🕒 *Acentúan su tendencia negativa los commodities agrícolas.*
- 🕒 *Oro y plata siguen pesados, a pesar de un mercado de tasas cada vez más dovish, lo cual es preocupante.*
- 🕒 *Tasas bajo presión descendente y monedas papel licuándose especialmente contra un equity tecnológico insensible a todo, sigue siendo el escenario.*
- 🕒 *Tech bulls en absoluto control.*

Contexto

Estamos frente a una de las inversiones de curva de mayor duración en toda la historia del mercado de renta fija norteamericano. La pendiente que más se mira es el diferencial entre la tasa de 10 y la tasa de 2 años el cual viene operando en terreno negativo desde hace más de 24 meses y actualmente cerca de -50BPS. Un mercado de bonos que negativiza la pendiente de su curva de rendimientos anticipa un promedio de tasas de corto plazo inferior a los niveles actuales lo cual se correlaciona con un escenario de enfriamiento de la economía real que de alguna manera implicaría un costo de oportunidad decreciente que se materializaría a través de tasas de interés más bajas. Recuerden que siempre una tasa de interés arbitra contra la economía real por lo que una economía que se desacelera es una que ofrece menores oportunidades y por lo tanto, las tasas nominales y reales arbitrarían a la baja contra esa desaceleración descontada. Un comportamiento clave en esta dinámica es el referido a las tasas reales largas las cuales han sido las principales responsables del descenso en tasas nominales largas. En este contexto, la economía norteamericana debate por un lado un entorno que de a poco muestra una aparente e incipiente desaceleración generalizada. Del otro lado, se nos viene un shock de inteligencia artificial que por el momento viene siendo priceado como exponencialmente infinito sumado a un gasto público muy agresivo de caras a un presidente Biden que a fuerza de keynesianismo intentará ganar la elección a Trump, aspecto que por el momento y de acuerdo con las encuestas viene como muy difícil.

Uno de los posicionamiento que comienza a generalizarse en Wall Street son los longs en la parte larga de la curva y esto pareciera neutralizar incluso las ventas sistemáticas en manos de los principales bancos centrales de Asia que desde inicio de año vienen vendiendo agresivamente Treasuries largos. Por lo tanto, la parte corta como larga de la curva de rendimientos de Estados Unidos empieza a pricear por un lado una inflación que deja de preocupar y por otro una desaceleración que bien podría comenzar a convertirse en el próximo gran driver de Wall Street, un Wall Street que de la exclusiva mano de NVDA por el momento viene ignorando muchas de las preocupantes noticias que viene señalizando la economía real desde los últimos tres meses. Lo sorprendente en un contexto que cada vez se va poniendo más dovish a fuerza de “desinflación y desaceleración” es observar al oro que no puede quebrar lo que se ha convertido en una sustancial resistencia de corto plazo representado por el nivel de los 2.400 y resaltando que no es la primera vez que el oro decepciona aún con circunstancias macroeconómicas que debieran favorecerlo sustancialmente. La decepción aparente del oro radica en una coyuntura que debiera jugar a favor por varios motivos pero que sin embargo no pueden ser totalmente capturados por el mercado y esto es a pesar del buen inicio de año que ha tenido. Primero, claramente las tasas cortas están bajando sustancialmente y esto suele favorecer al oro dado que es un activo con carry negativo. Segundo, una potencial recesión en Estados Unidos seguiría noqueando aún más las tasas cortas lo que en anticipación podría justificar un rally del oro que no está ocurriendo. Tercero, un déficit fiscal norteamericano fuera de control y un endeudamiento que sigue creciendo de manera acelerada insinúa una persistente y generalizada licuación del dólar que debiera ser capturada por activos de valor intrínseco entre ellos el oro. Si bien el oro tuvo un buen inicio de año, hace semanas que se durmió en el rango 2.300/2.400 y lo preocupante no es que esté operando en dicho rango sino que la coyuntura es realmente muy favorable para que este metal precioso pudiera estar alcanzando otros niveles.

Sin embargo, por el momento la reflación se viene concentrando prácticamente en un solo activo, el Nasdaq, que no escucha además ninguna mala noticia, ni sobrevaluaciones, ni el riesgo político.

co, y solamente ralea por las “siete mega caps” que conforman el índice. La huida contra el dólar norteamericano se viene instrumentando primordialmente a través de “las siete” y el resto del mercado hace tiempo ya no puede hacer catch-up con el formidable rally que viene teniendo este pequeño grupo de tecnológicas. El resto del mercado hace tiempo que viene descontando con preocupación los distintos dilemas que enfrenta la economía norteamericana y la pregunta es si los “siete generales” van a poder seguir manteniendo una dinámica de Nasdaq insensible a todo y por el momento, que luce como totalmente exagerada.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 19/6/24 la 2yr yield cotizaba en 4.70%, cerrando en 4.73%. Respecto a la 30yr yield, al 10/4/24 la misma cotizaba en 4.48%, cerrando en niveles de 4.41%. La inflación comienza a ser una historia antigua y aburrida para una economía norteamericana que claramente se dirige hacia un escenario de desinflación sistemática y consistente. La parte corta de la curva ya viene anticipando a una Reserva Federal que está a punto de iniciar su ciclo de baja de tasas en anticipación a un escenario inflacionario que ya queda como resuelto. Lo interesante es que a la parte corta de la curva le queda un potencialmente nuevo capítulo que debiera correlacionarse con la probabilidad de que la economía norteamericana se desacelere y que por lo tanto, fuerce a la Reserva Federal a iniciar un agresivo ciclo de “easing monetario”. Por lo tanto, en la parte corta de la curva es razonable imaginar para las próximas semanas un persistente descenso. Lo mayormente interesante viene ocurriendo sin embargo, en la parte larga de la curva la cual suele pricear con mucho más dramatismo los vaivenes de la economía real. Tanto la tasa de 30 años real como nominal han venido bajando muy sustancialmente en las últimas semanas y los niveles actuales no parecieran ser el fin de un ciclo que de hecho parece ser incipiente. Si bien el mercado de bonos viene prediciendo una desaceleración económica hace más de dos años, es altamente probable que en las próximas semanas dicho fenómeno gane en velocidad y la pregunta es si el mercado de equity podrá seguir siendo totalmente indiferente a dicho evento.

Commodities

Al 19/6/24 el petróleo cotizaba en 79.45, cerrando esta semana en 81.31. Pareciera que el petróleo nuevamente intenta operar en el rango 80/85 para un mercado que lo mira incrédulamente en el sentido que todavía dicha suba no ha contagiado a los “breakevens” de corto plazo. Estados Unidos está muy interesado en dormir al precio del petróleo especialmente en un año electoral y con tanto en juego, por lo que el mercado termina todavía por no creer este último spike de manera tal de que el tiempo dirá si eventualmente estos niveles pueden persistir y si ese es el caso, cómo se contaminaría nuevamente la historia inflacionaria de corto plazo. Respecto a metales preciosos, siguen estancados en un rango que a la luz de un contexto global que cada vez se torna como más dovish es altamente decepcionante y preocupante. El oro se ha caracterizado en las últimas tres décadas por ser un decepcionador serial de todo escenario que debiera haberle jugado a favor. De hecho, desde el QE1 orquestado por la Fed en 2008, el equity norteamericano ha raleado en múltiplos de lo que ha hecho el oro por lo que el metal precioso no ha podido capturar el trade reflacionario que debiera haber motivado subas muy superiores a las actualmente vistas. Respecto a commodities agrícolas, una economía china que desde hace mucho tiempo sigue condenada a la deflación no genera más que tendencia a la baja aunque

atentos a los pronósticos climáticos que ya anticipan una nueva “Niña” con la sequía que dicho evento genera y la consecuente reducción de oferta.

Acciones Norteamericanas

Al 19/6/24 el QQQ operaba en 474.15 cerrando en niveles de 479.38. El mercado de equity norteamericano debe dividirse en dos grupos para poder entender la dinámica que actualmente opera. Una cosa son las “siete mega caps” que vienen raleando incansablemente al ritmo del shock de inteligencia artificial como si nada más importase y una cosa muy distinta son las 493 empresas restantes componentes del S&P que vienen exhibiendo una under-performance notable y priceando por lo tanto una economía real bastante peor a lo que el presidente Biden quisiera sugerir de cara a las elecciones de noviembre. Es cierto que este rally incomprensible al exclusivo ritmo de NVDA puede seguir por mucho más tiempo tal como lo dijo el gran Keynes: “los mercados pueden permanecer irracionales por mucho más tiempo de lo que uno puede quedar solvente”. Los bulls por el momento, en absoluto control y a puro FOMO. Esta es la única historia.

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.