

# Estrategia Internacional

Información al 25/09/2024 10.30hs B.A. time.

## DOS INVERSIONES DE CURVA CON LECTURAS OPUESTAS: ARGENTINA VS ESTADOS UNIDOS

**Germán Fermo**

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- China anuncia un significativo paquete de estímulo monetario con múltiples bajas de tasas de interés.
- China reduce el ratio de reservas que los bancos deben dejar como encajes en una clara señal de expansión monetaria.
- Los principales actores del mercado financiero chino podrán fondearse con el PBOC y utilizar dichos fondos para la compra de acciones locales.
- De esta forma, se busca generar contundentes efectos riqueza para exponenciar el consumo y generar finalmente un rebote económico.
- Se abre la duda respecto a si el estímulo monetario es suficiente o si se necesitará a la vez, de un paquete fiscal.
- Las medidas anunciadas por China podrían abrir una ventana de positividad en mercados de acciones emergentes y commodities.
- Oro y plata muy firmes, en especial luego de los anuncios de China.
- 2yr y 10yr yield operando sub 4% en claro pricing dovish.
- La pendiente de la curva (10yr vs 2yr) en +23 basis, máximos de año, en señal de recesión inminente.
- Commodities energéticos, metales básicos y agrícolas rebotando en base a dos drivers: baja de 50 basis en tasa de referencia de Estados Unidos y los anuncios monetarios de China.
- Tasas bajo presión descendente, monedas papel licuándose y señales desacelerantes crecientes, constituyen el escenario actual.
- Bears y bulls, pulseando en rangos y observando a un VIX en 15.

## Contexto

Es útil comprender la diferencia conceptual entre una inversión de curva hard dólar para Estados Unidos que para la Argentina. Respecto al primero, Estados Unidos puede emitir los dólares necesarios para pagar su deuda soberana por lo que su curva no tiene riesgo de default nominal. Pero Argentina no puede emitir dólares por lo que por definición, su curva hard dólar es potencialmente defaulteable. Bajo esta diferencia tan contundente, las implicancias respecto a la inversión de curva son totalmente distintas para ambos países.

Respecto a Estados Unidos, siempre que un país libre de riesgo de default nominal invierte su curva es porque el mercado descuenta una recesión a mediano plazo y ese ha sido el caso para la curva de Estados Unidos desde julio 2022 hasta hace pocos días, en donde finalmente se desinvertió. De esta forma, cuando la 10yr yield es inferior a la 2yr yield, el mercado descuenta que el crecimiento promedio de mediano plazo será relativamente inferior al actual y dicha situación se interrumpe cuando el mercado finalmente descuenta recesión inminente. O sea, cuando la recesión es lejana, la curva se invierte, cuando la recesión es muy cercana como hoy en día, la curva vuelve a positivar su pendiente y esto ocurre porque el mercado anticipa una fuerte baja de tasas cortas motivadas por una Fed en pleno modo estimulación de la economía real para evitar enfriamientos adicionales. Bajo este escenario estamos en presencia de lo que suele denominarse “bull steepening” o sea, todas las tasas bajan (de ahí en concepto de bull) pero las cortas bajan más que las largas (de ahí el concepto de steepening).

Respecto a la Argentina, la lectura de una curva invertida es totalmente diferente a la que se aplica a Estados Unidos y la razón es que Argentina no puede emitir dólares por lo que su curva hard dólar por definición queda sujeta a potencial default nominal. Entonces, una curva invertida para un país emergente significa que sus tasas cortas son mas elevadas que las largas y esto ocurre porque la probabilidad de default asociada al corto plazo es altísima. Al ser las probabilidades de default de corto plazo relativamente muy elevadas con todo el riesgo posible devengándose en ese tramo, las yields de largo plazo no tienen riesgo remanente del cual alimentarse y por lo tanto, resultan en valores relativamente inferiores, originando la inversión.

Argentina tiene una curva hard dólar que bien puede partirse en dos. Una curva resulta para aquellos bonos que maduran antes de 2027 fecha en la que podría culminar el mandato libertario, en este caso la curva es normal en el sentido que exhibe pendiente positiva. Pero para aquellos bonos que maduran con posterioridad a 2027 (AL29 21.90% de yield, hasta GD46 15.80% de yield) la curva queda totalmente invertida en 611 puntos básicos. Las consecuencias de esta inversión de curva es que en la medida que el actual gobierno sea exitoso en seguir implementando medidas ortodoxas en materia fiscal y monetaria, la normalización económica debiera traducirse también en normalización de curva en el sentido que el tramo posterior al 2027 debiera recuperar positividad de pendiente y para que ello ocurra los bonos cortos como AL29, AL30, debieran ralear muy por encima de los largos. Esto significa que si se tiene un escenario positivo para bonos soberanos argentinos, el rally de bonos cortos es una condición indispensable para la normalización de curva.

A una potencial coyuntura positiva para la Argentina habría que agregar el hecho de que los principales bloques del mundo han comenzado con una política monetaria hacia la reducción de tasas de interés, a la que ahora se suma China, lo que debiera favorecer la demanda de bonos

emergentes. El único riesgo a este escenario es que en 2025 nos enfrentemos a una recesión global que cause “risk off” y castigo temporal a todo lo que sea emergente, ya sea bonos y acciones, lo cual no es un escenario para descartar dados los datos macroeconómicos que se observan desde Estados Unidos, Europa y China.

## MERCADOS

### Tasas de interés

Al 18/9/24 la 2yr yield cotizaba en 3.63%, cerrando en 3.55%. Respecto a la 30yr yield, al 18/9/24 la misma cotizaba en 4.03%, cerrando en niveles de 4.13%. Se observa un periodo de consolidación a lo largo de toda la curva. Desde 1 año a 30 años, la curva queda casi toda debajo de 4%. Es evidente que se nos viene un 2025 muy dovish y así lo pricea el mercado de bonos. Por el momento, tanto la 2yr como la 30yr yield siguen haciendo mínimos de año y este escenario no pareciera querer cambiar en el futuro cercano. El mercado enfrenta meses muy dominados por la macro, una macro que nos irá contando la severidad de la desaceleración futura en la economía real de Estados Unidos. Se abre también ahora un nuevo interrogante: qué impactos podrían tener las políticas de estímulo anunciadas por China en el mercado de commodities y qué consecuencias inflacionarias podrían concretarse si el rebote económico en China se torna real.

### Commodities

Al 18/9/24 el petróleo cotizaba en 71.54, cerrando esta semana en 70.59. Todo podría cambiar en el mercado de commodities a partir de los estímulos monetarios anunciados por China durante la madrugada del pasado martes. No queda claro por el momento, cuánto de dicho estímulo podría volcarse al mercado de commodities. Si los estímulos eventualmente pudieran reactivar a la economía china, dicha dinámica podría beneficiar ampliamente a los tres rubros de commodities relacionados a la actividad global: energía, metales básicos y alimentos. Tampoco queda claro por el momento la efectividad de dichos estímulos en promover finalmente un rebote económico que se viene haciendo esperar desde antes del COVID. Por el momento, energéticos, alimenticios y metales básicos siguen en tendencia declinante pero con rebotes consistentes y generalizados, especialmente desde el anuncio de baja de tasa de referencia de la Fed en 50 basis. Junto con el de bonos, el mercado de commodities es otro que viene priceando una fortísima desaceleración global. El tiempo dirá cuánto de todo esto podría eventualmente ser neutralizado por los anuncios de China. En otro carril totalmente distinto, el oro sigue batiendo máximos de año olfateando una Fed que por largo tiempo quedará en modo dovish y ahora además, otro bloque como el de China, que se une a la cruzada licuadora de las monedas papel.

### Acciones Norteamericanas

Al 18/9/24 el QQQ operaba en 485.37 cerrando en niveles de 487.75. El equity en general sigue inmune a los distintos dilemas de la economía global a nivel de índices aunque dentro de los mismos existe una altísima actividad relativa. Lo relevante a remarcar es que desde hace ocho semanas el mercado viene rotando en favor de trades defensivos, los que explican la overperformance del XLU (utilities), un sector que suele beneficiarse en recesiones y que hoy por hoy, es el que mayor performance tiene dentro de los once sectores del S&P. De esta forma y muy lentamente, el mercado de acciones también comienza a posicionarse de caras a una posible desace-

lación. A partir de los anuncios de estímulos monetarios de China se abre el interrogante respecto a si finalmente las rotaciones en el mercado de equity comienzan a beneficiar relativamente a mercados emergentes. Todo pudo haber cambiado en el equilibrio general a partir de lo anunciado por China. El tiempo dirá los alcances y efectos de dichas medidas.

## 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.