

Estrategia Internacional

Información al 06/11/2024 10.30hs B.A. time.

UN MENSAJE DE WALL STREET AL NUEVO PRESIDENTE NORTEAMERICANO: ¿RIESGO SISTÉMICO EN LA 30YR?

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Donald Trump es el nuevo presidente electo de Estados Unidos.*
- 🕒 *Probablemente, “Trumpflation” y su primo hermano, “reflation”, caracterizarían el cierre del 2024.*
- 🕒 *Equity norteamericano reacciona muy positivamente a la noticia, en especial el Dow y el Russell.*
- 🕒 *Sigue la fortísima presión ascendente en tasas de interés, en ambos extremos de la curva.*
- 🕒 *La 30yr en 4.66% y con un salto de 70 basis desde el FOMC del 17/9.*
- 🕒 *La 2yr en 4.29% y con un salto de 67 basis desde el FOMC del 17/9.*
- 🕒 *Toda la curva de yields de Estados Unidos opera ahora cómodamente sobre 4%, reflejando presión ascendente en tasas reales y breakevens.*
- 🕒 *Oro y plata en terreno negativo ante el embate de tasas.*
- 🕒 *Todos los commodities en rojo ante la victoria de Trump.*
- 🕒 *Wall Street anticipa una política monetaria global dovish, aspecto que retroalimenta el FOMO global en activos reflacionantes.*
- 🕒 *El petróleo, nuevamente operando sub 70.*
- 🕒 *Commodities agrícolas y metales básicos, sin poder mantener el rally originado por los anuncios de estímulo en China.*

Contexto

Ante un flamante presidente norteamericano y culminada la incertidumbre electoral, hace ya unas cuantas semanas que Wall Street entiende que independientemente de quien ganase las elecciones, los niveles de déficit y endeudamiento no tendrían grandes cambios, realidad que afecta especialmente a la parte larga de la curva de yields. Dada esta coyuntura, se hace relevante diferenciar el comportamiento de la curva entre tasas cortas y largas. Si bien toda la curva de yields ha experimentado un salto muy violento desde el anuncio de 50 basis de baja en tasa de referencia en el último FOMC, las razones por las cuales subió la 2yr probablemente sean muy diferentes a las correspondientes a la 30yr y por lo tanto, con notables consecuencias potenciales en la valoración de activos.

Respecto a la 2yr yield, estamos frente a un salto aproximado de 50 puntos básicos. Siempre, la parte corta de la curva está muy afectada por la política monetaria de la Fed y en este sentido el mercado anticipa por el momento una baja probabilidad de recesión y por lo tanto, un sendero de tasa de referencia menos bajista al que se anticipaba dos meses atrás, circunstancia que explica el salto en la 2yr yield y la celebración del mercado de equity a pesar de esta considerable suba. De esta forma, mayores expectativas de crecimiento parecieran dominar la dinámica de la parte corta y esto en definitiva es buena noticia para el Nasdaq. Sin embargo, para la parte larga de la curva, pareciera querer gestarse una historia distinta y muy preocupante con claro sabor a prima de riesgo sistémico. Si bien también las tasas reales largas han subido muy significativamente, las razones de dicho salto podrían ser muy distintas en este espectro de duration. La 30yr yield comienza a pricear un preocupante sendero de gasto, déficit y endeudamiento fuera de control. El déficit de Estados Unidos es de 6.30% del PBI en el tercer trimestre de 2024 y se estima además que en los próximos dos años Norteamérica podría alcanzar un ratio de deuda/PBI superior al 100%, cifra que no se observa desde la Segunda Guerra Mundial. Keynesianismo a pleno y con todas sus consecuencias negativas de largo plazo.

De esta manera, la 30yr bien podría estar ya cargando una “prima de riesgo sistémico” que lejos está de correlacionarse a un sendero de crecimiento y que por lo tanto, debiera también castigar al equity, especialmente el tecnológico, el cual es mayormente sensible a los vaivenes en la 30yr. Una tasa nominal se descompone en: “tasa real + inflación esperada”. A su vez, una tasa real puede dividirse en: “costo de oportunidad real + prima de default”. Si bien para Estados Unidos el riesgo de default es por el momento irrelevante, tanta deuda y tanto déficit, probablemente explique que una parte del salto en tasas reales largas se debe a que el mercado “irónicamente” empieza a pricear algo de riesgo sistémico en la curva “libre de riesgo”. A este salto en tasas reales largas hay que diagnosticarlo además en conjunción con el rally del oro, plata, platino y paladio, los que cuentan la historia de un mercado que se corre del dólar y bonos denominados en dólares, para refugiarse en otros activos reflacionantes y evitar consecuentemente la licuación. Conceptualizamos de esta forma lo siguiente: $\text{tasa nominal} = \text{inflación esperada} + \text{costo de oportunidad real} + \text{"prima de default"}$.

Si este proceso de recalentamiento en la 30yr se mantiene, difícilmente el Nasdaq pueda seguir defendiendo estos niveles de valuación especialmente dado que actualmente estamos casi en ATHs. La pregunta es si hoy mismo, a partir del resultado electoral, Wall Street comienza a sincerar mucho fantasma demócrata escondido debajo de una alfombra preelectoral o si prefiere ralear en celebración hasta fin de 2024, cerrando un muy buen año para el equity, cobrando los

bonus y sincerarse recién en el primer trimestre de 2025. De esta forma, pareciera que hay dos ventanas claves en el futuro mediato: “primera quincena de noviembre 2024” y “primera quincena de enero 2025”. Cuesta creer que este mercado pueda seguir raleando relativo a las valuaciones de hoy en día y a una macro a la que se la ve demasiado bien como para ser verdad. Los primeros meses de gestión del flamante presidente quizá nos den una mayor cuota de sinceridad lejos ya de la inminencia distorsiva de una elección.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 30/10/24 la 2yr yield cotizaba en 4.17%, cerrando en 4.28%. Respecto a la 30yr yield, al 30/10/24 la misma cotizaba en 4.51%, cerrando en niveles de 4.66%. La dinámica de tasas de interés en Estados Unidos debe en este momento diferenciarse entre parte corta y parte larga. Respecto a la parte corta de la curva, el aumento sustancial de tasas reales apunta probablemente a una mayor expectativa de crecimiento, fruto de una Reserva Federal que llegó a tiempo y que por el momento evitó una recesión. De esta manera, el salto en la parte corta de la curva se entiende como una historia a celebrar por el mercado de acciones norteamericanas. Otra historia muy distinta pareciera gestarse en la parte larga de la curva. En este caso, el recalentamiento reciente en tasas reales largas no necesariamente se correlaciona a un sendero de mayor crecimiento de largo plazo sino a uno de mayor endeudamiento y por lo tanto, es probable que haya un proceso de pricing de una incipiente prima de riesgo capturada en los bonos largos norteamericanos. Si el comportamiento en la tasa de 30 años se explica por estas razones, esta realidad no debiera ser una buena noticia para el equity y la razón por la cual todavía no ha reaccionado es que quizá el mercado quiso ignorar los eventos y concentrarse solamente en un driver electoral que a partir de hoy deja de existir. Lo cierto es que por razones de crecimiento, o de inflación esperada, o de prima de riesgo sistémico, el recalentamiento de tasas cortas y largas pareciera tener convicción. La gran pregunta de cara a las próximas semanas es si el Nasdaq podrá seguir tolerando el embate de tasas largas y cuan fuerte será la rotación en favor del Russell.

Commodities

Al 30/10/24 el petróleo cotizaba en 72.01, cerrando esta semana en 69.90. La gran pregunta es si la victoria de Trump no forzará a China a ir hacia un esquema de pleno estímulo monetario y fiscal. Los metales preciosos muestran una primera reacción negativa ante la victoria de Trump debido a la explosión en tasas. Una historia repetida se viene observando para energéticos, metales básicos, y agrícolas. Todos ellos son altamente dependientes del nivel de actividad global y éste a su vez queda altamente influenciado por la dinámica de la economía china que ahora incluso pudiera verse afectada por una política proteccionista en manos de los republicanos. Si bien China anunció un paquete monetario y fiscal recientemente, no pareciera que el mismo convenza totalmente al mercado respecto a su magnitud y efectividad. A pesar del rally inicial que motivó la noción de renovados estímulos en China, toda la dinámica de este grupo de commodities pareciera nuevamente ganar en debilidad y en dudas. Si bien todos ellos están muy baratos respecto a los máximos alcanzados en la última década, el mercado no los va a comprar por estar baratos hasta tanto no aparezca un verdadero catalizador. China es la gran duda en este aspecto.

Acciones Norteamericanas

Al 30/10/24 el QQQ operaba en 496.38 cerrando en niveles de 499.87. El gran beneficiado al momento es el Russell. Claramente, el mercado de equity norteamericano anticipó la victoria de Trump, por lo que el evento que hoy conocemos estaba muy descontado. La gran pregunta entonces es si a partir de hoy el mercado comienza a sincerar mucho de los fantasmas no reconocidos en el período preelectoral o si por el contrario, prefiere ignorar cualquier problema potencial incluida la explosión en la parte larga de la curva norteamericana para cerrar un muy buen año en equity norteamericano y preocuparse todo de golpe a inicio de 2025. Claramente, el entorno es reflacionante y el mercado de acciones norteamericanas sigue siendo el vehículo preferido. El mercado que todavía queda en clara underperformance es el de acciones de emergentes pero para que dicho catch-up ocurra, necesitamos de un catalizador y en este frente persiste todavía la duda de los estímulos de China. ¿Será Trump el catalizador de la reacción en China? Toda esta novela recién comienza.

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.