



Comentario económico

Mercados Financieros



Agosto 6 de 2024

Cada vez más cerca

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Camila Martínez K.

P.S. – Mercados Financieros

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Los mercados financieros sufrieron recientemente una tormenta perfecta, reviviendo temores parecidos a los que surgieron en 2023 en medio de la crisis bancaria de EEUU. Entre unos flojos datos macroeconómicos y fuertes correcciones en los precios de algunos activos de alto riesgo, la narrativa de una inminente recesión ha vuelto a dominar el sentimiento de los inversionistas.

¿Se ha demorado la Fed en recortar sus tasas de interés? A juzgar por algunos indicadores adelantados de recesión, especialmente del mercado laboral, la respuesta a esta pregunta sería un definitivo sí. No obstante, la evidencia más reciente sugiere una pérdida en la capacidad predictiva de estos índices de recesión. Además, el balance agregado de oferta y demanda muestra una economía que, en respuesta a las decisiones de la Fed, se sigue ajustando a sus equilibrios de largo plazo, apoyando de esta manera el proceso de convergencia de la inflación a la meta sin inducir la economía a una recesión.

Desde una óptica técnica, el cierre de brechas de producto y empleo en EEUU está casi completo, lo que otorga margen a la Fed para comenzar los recortes de tasas de interés en los próximos meses y llevar su postura monetaria a terreno neutral. Con una inflación que persiste levemente por encima de la meta de 2%, en particular la subyacente, el escenario más probable sigue siendo el de recortes graduales en las tasas de la Fed, manteniendo coordinación con el resto de sus instrumentos de política.

Otro factor que también ha alimentado el pesimismo del mercado tiene que ver con una agresiva toma de utilidades en los mercados de renta variable, principalmente en EEUU y Japón, lo que ha propiciado un aumento generalizado en los niveles de aversión al riesgo global. La menor liquidez y desincentivos de estrategias de carry-trade han explicado en parte estos fuertes movimientos.

La demanda por activos seguros de renta fija se disparó y ha generado distorsiones en las tasas de interés implícitas en los mercados. Estimamos que cerca de un 72% de las caídas en tasas de los mercados de deuda obedece a factores asociados a la turbulencia de los mercados. Dada la naturaleza transitoria de todo episodio de volatilidad, es altamente probable que estas tasas corrijan al alza, como de hecho ya lo vienen haciendo.



Ajuste casi completo

El nerviosismo de muchos inversionistas sobre una inminente recesión en la economía de EEUU ha vuelto a la escena. Parte de este sentimiento está sustentado en la percepción de que la Fed ha demorado el inicio del ciclo de recortes de tasas de interés, pero también por varios indicadores que sugieren, a la luz de las estadísticas, una probabilidad no despreciable de recesión en el corto plazo.

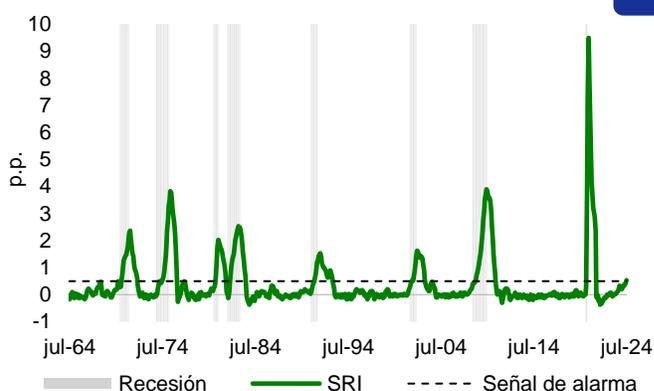
Un buen ejemplo es lo que evidencia la regla de Sahm (SRI, por sus siglas en inglés), un indicador elaborado por la economista estadounidense Claudia Sahm y que sirve para anticipar recesiones a partir de las tendencias de la tasa de desempleo. Según el SRI, una primera señal de recesión es cuando el diferencial entre el promedio móvil de 3 meses de la tasa de desempleo y el mínimo de esta medida de tendencia central de los últimos 12 meses es superior a 0.5 puntos porcentuales (p.p.).

Durante las últimas 8 recesiones que tuvo EEUU entre 1960 y 2024, el SRI siempre estuvo por encima de la señal de alarma de 0.5 p.p. previo al inicio de la recesión (Gráfico 1). Es decir, el SRI anticipó la recesión en el 100% de los casos. En la actualidad, los niveles del SRI se sitúan en 0.53 p.p., una situación que naturalmente ha generado preocupaciones en los mercados.

A pesar de ello, es importante advertir que, en el balance, la mayoría de los indicadores predictores de recesión no sugieren una probabilidad tan elevada como la del SRI. Más aún, algunos de ellos están dando cuenta de un menor riesgo de recesión en el futuro cercano, como es el caso del índice adelantado de actividad económica en EEUU (LEI, por sus siglas en inglés).

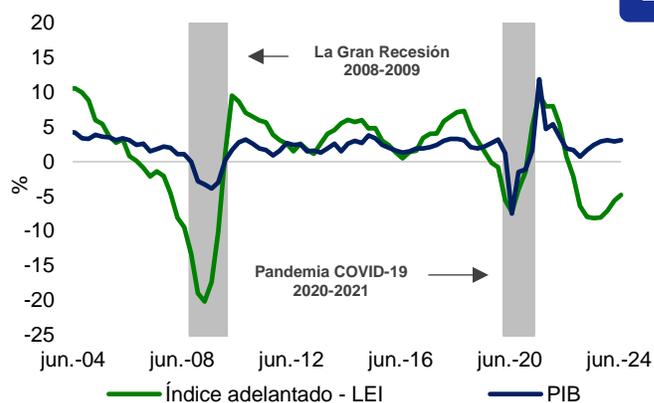
En efecto, desde los mínimos registrados hacia mitad de 2023, el LEI está rebotando y sugiere que el crecimiento del PIB en los próximos meses podría mantenerse en los ritmos actuales o incluso acelerarse (Gráfico 2). Un detalle interesante sobre el LEI es que completó en 2T24 casi 2 años en terreno negativo (riesgo de recesión) sin que la recesión llegase a materializarse. Esto plantea una reflexión importante sobre la precisión de los índices adelantados de recesión en la actualidad.

Indicador de recesión en EEUU (Regla de Sahm)



Fuente: FRED, SL Fed. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índice líder de actividad económica vs PIB en EEUU



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



Adicionalmente, en su reciente reunión de julio la Fed hizo énfasis en el éxito que ha tenido su postura monetaria en el control de la inflación, sin necesidad de inducir la economía a una recesión. Técnicamente, lo que ha dicho la Fed es que el balance actual en los niveles de actividad y en el mercado laboral, son consistente con sus objetivos de inflación y empleo.

¿Qué significa esto en materia de tasas de interés? Si los excesos de demanda en la economía ya se cerraron (balance oferta-demanda), le necesidad de mantener una postura restrictiva para atajar la inflación de demanda se ha hecho menor. Es decir, existe un espacio técnico para que la Fed pueda recortar relativamente pronto sus tasas de interés y las lleve en un horizonte de 1-2 años a terreno neutral.

Eso es justamente lo que sugieren las brechas de producto y empleo, las cuales permiten estimar los desequilibrios de corto plazo en la economía. Desde 2022 a la fecha, estas brechas se tornaron positivas, sugiriendo la existencia de un exceso de demanda inflacionario. El aumento de la brecha de inflación, medida como la diferencia entre la inflación observada del PCE núcleo (inflación de demanda) y la meta de inflación de 2% de la Fed, ha sido coherente con las brechas positivas de producto y empleo durante este periodo.

Sin embargo, a partir de 2023, un año después de que la Fed comenzara a subir las tasas de interés y los efectos rezagados de política monetaria se hicieran tangibles sobre las variables reales-nominales, estas brechas se han ido cerrando gradualmente (Gráfico 3). En la actualidad, según nuestros cálculos, las brechas positivas de producto-empleo prácticamente se cerraron (equilibrio de oferta y demanda), lo cual coincide con el mensaje de la Fed.

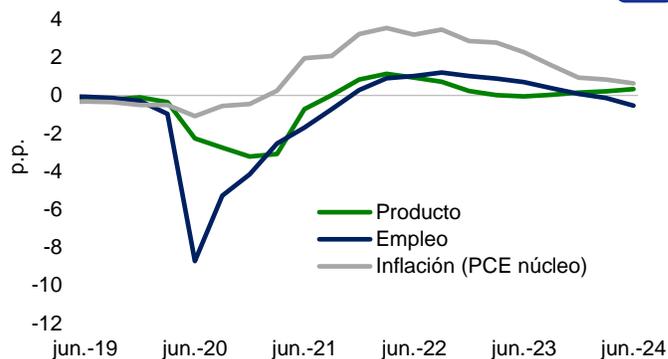
Disparada de la aversión al riesgo

Bajo este contexto, las principales bolsas del mundo registraron fuertes desvalorizaciones que dieron lugar a un “lunes negro”. Los activos financieros de mayor riesgo fueron los más afectados, con caídas en sus precios que alcanzaron hasta un 20% en el intradía.

Sólo en el caso del mercado de EEUU, específicamente en especies del sector tecnológico, lo anterior implicó

Evolución de brechas reales-nominales en EEUU*

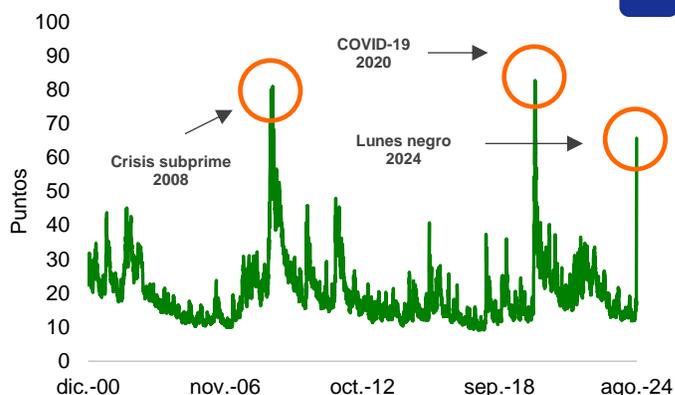
3



Fuente: BLS, BEA y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Para brechas producto-empleo se utilizaron series suavizadas anualmente.

Niveles de aversión al riesgo implícitos (índice VIX)

4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



pérdidas en capitalización bursátil por hasta USD 650,000 millones. Las acciones de gigantes tecnológicas fueron presa fácil de este choque de aversión al riesgo, teniendo en cuenta que desde antes ya daban señales de sobrecompra en sus ejercicios de valoración.

El índice VIX, que mide niveles de aversión al riesgo a partir de la volatilidad implícita de las opciones del S&P500, saltó a máximos sólo vistos en las crisis de 2008 y 2020 (Gráfico 4). El mayor desplome de los principales índices accionarios en el mundo lo registró el Nikkei japonés, con una desvalorización diaria de 12.4%. Sus pares en EEUU y Europa cayeron 2.6%, en promedio, mientras que las desvalorizaciones en los índices de mercados emergentes ascendieron a 4.2%.

El fuerte movimiento del mercado japonés, que también influyó en el *sell-off* de los mercados en todo el mundo, no ha pasado desapercibido dada su magnitud y el correlativo entre el Nikkei y el yen japonés (JPY). Muchos inversionistas aprovecharon estrategias de *carry-trade* en el pasado para endeudarse barato en JPY y comprar acciones japonesas y americanas, estas últimas denominadas en USD. Esto fue una regla durante mucho tiempo, teniendo en cuenta que el Banco de Japón (BoJ) mantuvo durante décadas su tasa de interés en 0%.

Sin embargo, con el cambio en la postura monetaria del BoJ y la expectativa de que siga aumentando su tasa de referencia en el corto plazo, la presión sobre el costo de apalancamiento para muchos de estos inversionistas obligó a tomar posiciones cortas muy agresivas para cubrirse. El desplome del Nikkei no sólo prueba lo anterior, sino también la significativa apreciación que ha tenido el JPY contra el USD. No sólo el incentivo vía tasas se ha erosionado, sino que el cambio de JPY a USD se ha hecho ahora más caro.

Parte ficción, parte realidad

Todo lo anterior terminó favoreciendo la demanda de instrumentos de deuda, que por su naturaleza de renta fija y bajo riesgo de emisión, son el activo seguro por excelencia para cubrirse contra turbulencias en los mercados. Así, los rendimientos de los Tesoros americanos, la referencia libre de riesgo de la renta fija, registraron en “el lunes negro” fuertes caídas de 96 pbs, en promedio, desde sus máximos del mes de julio.

Contribuciones por factores en la curva de Tesoros*

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas- BAC.

*Diferencia en pbs entre máximos de julio y mínimos intradía de agosto.



¿Qué tanto explica este movimiento los temores de recesión en EEUU y el aumento de la aversión al riesgo? Es importante recordar que las expectativas en materia de actividad económica, tasas de interés, inflación, etc., son de carácter estructural, mientras que los episodios de aversión al riesgo son de naturaleza transitoria.

Realizando un análisis de descomposición de varianza sobre los rendimientos de los Tesoros a distintos plazos, y controlando por las expectativas de tasas Fed e inflación en el mercado de EEUU, encontramos que cerca de un 72% del movimiento total (reducción de 95 pbs) se explica por el aumento en los niveles de aversión al riesgo (Gráfico 5). Esto significa que, una vez el mercado se normalice, existe un margen de ajuste en las tasas de interés, aunque en magnitudes inferiores dado el reajuste de expectativas de tasas de la Fed en el corto plazo.

De hecho, las tasas de interés de los Tesoros a 2, 5 y 10 años ya vienen incorporando esta corrección. En el caso de los Tesoros a 2 años, la corrección asciende a 34 pbs desde mínimos de 3.66%, mientras que para los títulos con vencimiento a 5 años dicha corrección acumulada ya es de 27 pbs hasta niveles de 3.73%. En los Tesoros a 10 años, los rendimientos han corregido al alza 21 pbs hasta niveles de 3.87%.

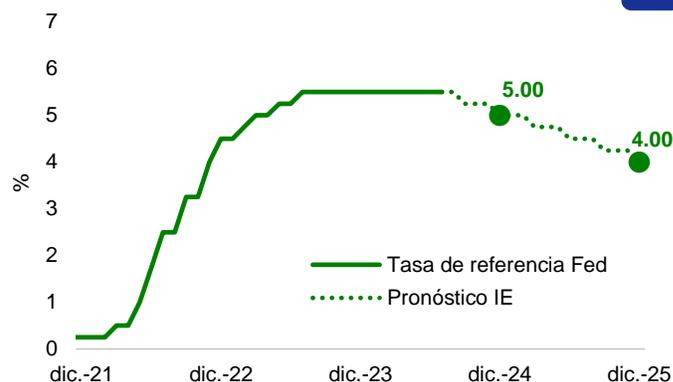
Expectativa tasas Fed

El reto de la Fed en el futuro cercano, como lo explicamos en este informe, será consolidar el equilibrio entre crecimiento y mercado laboral que permita llevar la inflación a la meta de 2%. Esto implica que la postura de política monetaria migrará hacia terreno neutral en el futuro cercano y no a terreno expansivo.

Ahora **esperamos que la Fed inicie su ciclo de reducciones de tasas de interés en su próxima reunión de septiembre** (Gráfico 6). Anticipamos que los recortes de tasas serán graduales, probablemente a frecuencia trimestral y en magnitudes de 25 pbs. También anticipamos una moderación en los parámetros del programa de contracción de la base monetaria (reducción de sus tenencias de activos).

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
