



La piedra angular y sus flujos.

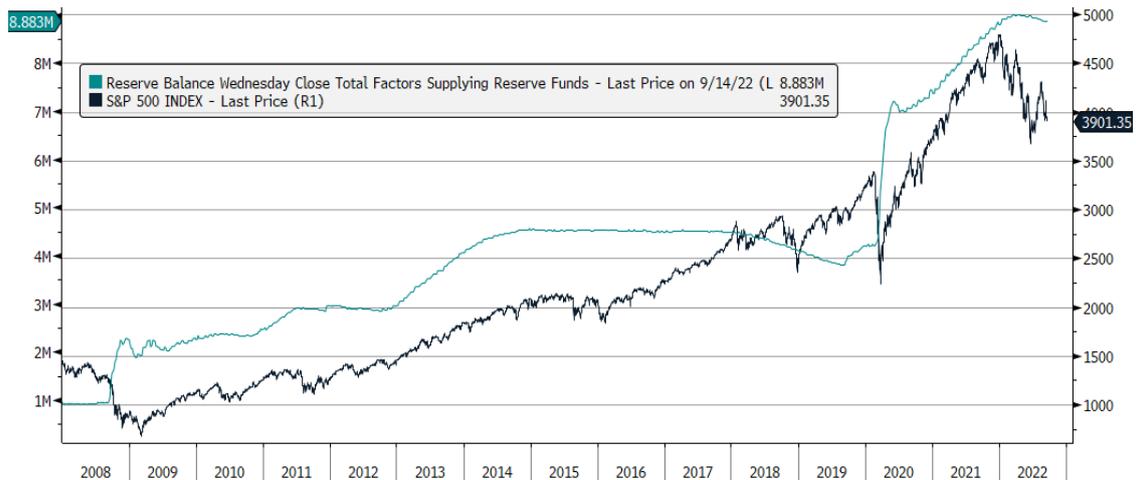


La piedra angular para la valoración de todos los activos es el nivel de la tasa libre de riesgo. En ese sentido, es esencial para todos los mercados la rentabilidad que alcanzará el 10 años americano.

Aparte del tema macro, que nos podría indicar que estamos en un punto cercano de compra en la deuda a largo plazo, existen ciertos temas de flujos que nos hacen ser cautos para iniciar esas compras de los vencimientos largos de deuda pública. Y que podría hacer que el bono a 10 años USA alcanzara el 4% desde el 3.47% que cotiza actualmente.

Son dos temas de flujos concretamente: la reducción de balance de la Reserva Federal, y la posibilidad de venta de carteras de bonos USA por parte de Japón, para estabilizar la divisa.

Respecto a la reducción de balance de la Reserva Federal, nos encontramos en un experimento de salida que no se ha realizado nunca. El balance de FED pasó en la pandemia de \$4.2 bln a \$8.9bln, y la única prueba de salida que se hizo fue en 2018 con una reducción de balance de \$500.000 mm, trayendo como consecuencia el desplome de todos los activos en el último trimestre del año. Como ejemplo, podemos ver el gráfico con la evolución del balance de la FED y el comportamiento del S&P en ese periodo:



Ante la caída de todos los activos, y teniendo en cuenta la ausencia de inflación en esos momentos, la Reserva Federal optó por parar ese experimento de salida y los mercados rebotaron con fuerza.

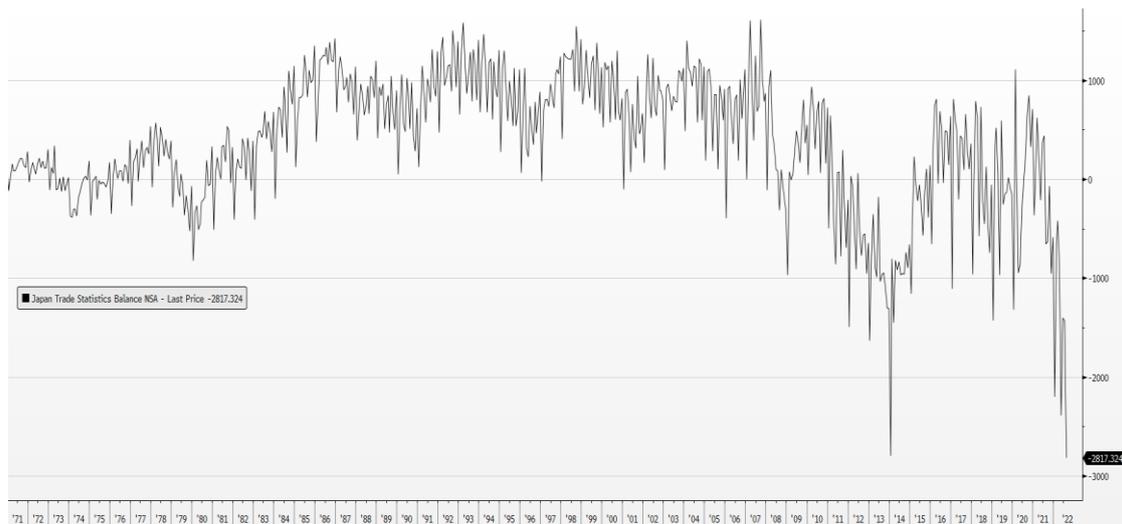
Este comprador principal de deuda pública se pierde en una situación distinta y difícil. En estos momentos, con la inflación disparada y los bancos centrales siendo mucho más restrictivos en sus discursos y actuaciones, la Reserva Federal no creemos que vaya a parar su recién inaugurado movimiento de reducción de balance. Comenzaron en junio con una reducción mensual de \$47.500 mm mensuales y en septiembre se ha acelerado a \$95.000 mm mensuales. En total, podríamos hablar de una reducción futura de \$1,7 bln. Además, todo ello, en un momento de fuertes déficits públicos, y por lo tanto de mayores emisiones netas de deuda pública.

El segundo factor de flujos a tener en cuenta es la posible venta de activos en USD, principalmente Treasurys, por parte de Japón ante la debilidad de su divisa:

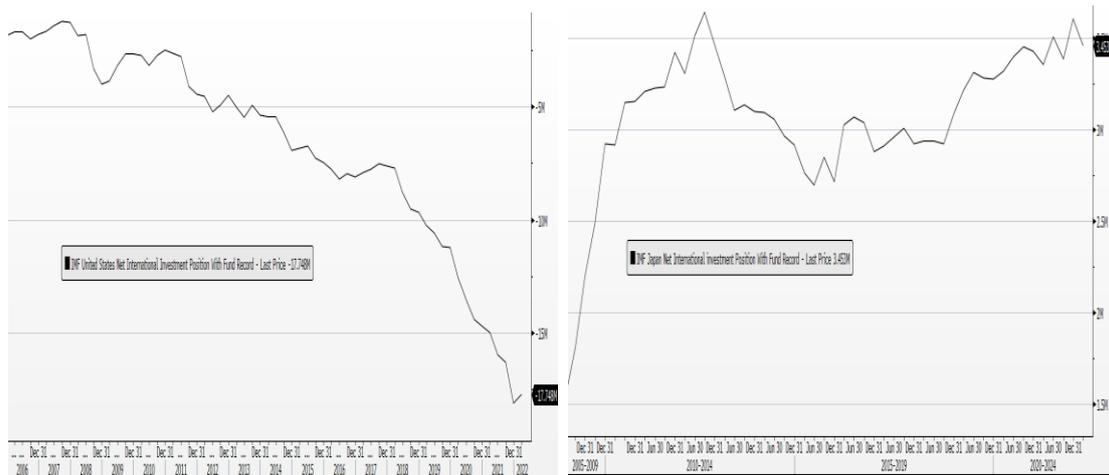


En el gráfico superior vemos como el Yen se ha depreciado hasta niveles de finales de los 90, pasando de 110 yenes a 143 yenes por dólar. Esto se debe a las diferentes políticas monetarias de ambos bancos centrales. La Reserva Federal, con una política monetaria restrictiva y el Banco de Japón, expansiva.

Esta depreciación del Yen tiene una consecuencia positiva, el incremento de las exportaciones por encima del 20%, lo que beneficia claramente a las compañías exportadoras japonesas. Pero la otra cara de la moneda, la tenemos en el incremento de las importaciones en niveles superiores al 30%. Ello se debe a la subida de los precios de los productos energéticos, y que estos se pagan en dólares. El neto ha sido un histórico déficit comercial para Japón, como se puede ver en el gráfico inferior:



Ante esta situación, para abaratar la factura energética, Japón podría decidir vender parte de sus activos en USD. Hay que tener en cuenta que es el principal tenedor extranjero de bonos USA con 1,236 bln. Y que la posición inversora neta internacional es muy diferente entre los dos países, claramente negativa en el caso de USA (izquierda) y muy positiva en el caso de Japón (derecha).



Por todo ello, hay una posibilidad clara de venta de Treasurys por parte de Japón que haría caer aún más sus precios y subir las rentabilidades de la deuda americana.

El único apoyo importante en flujos que podría obtener la deuda USA es que, en un momento de cierta estabilización, los grandes inversores institucionales (compañías de seguros...), que durante años han tenido que aumentar su perfil de riesgo para obtener rentabilidad para hacer frente a sus pasivos, decidan comprar grandes cantidades de su activo natural (deuda pública) en este entorno de tipos suficientes, y recuperar poco a poco su perfil de riesgo. Estos flujos de compra moderarían la ausencia de la Reserva Federal y las posibles ventas de Japón, y podrían estabilizar el 10 años USA alrededor del 4%.

Como decíamos al principio, es un factor fundamental para valorar el resto de activos y poner suelo a la caída en muchos de ellos.





Welcome AM

917 829 206

info@wamiberia.com

Paseo de la Castellana 110, 4ª planta, 28046, Madrid.

“Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo.”