

LOS MERCADOS EMPACHADOS DE INFLACIÓN MIENTRAS LA RECESIÓN SE APROXIMA

POR POLO VERRIER

En la edición anterior de Esteña Press, les contaba que estábamos presenciando un año histórico en cuanto a la violencia con la que los activos financieros mundiales se estaban moviendo. Créanme que sigo absolutamente sorprendido y les voy a contar en pocas palabras el porqué.

En la nota anterior, nos acercábamos al fin del primer semestre, con la inflación como principal preocupación alimentada por una voladura vertical de los precios de los commodities, las tasas de interés se estaban moviendo. Créanme que sigo absolutamente sorprendido y les voy a contar en pocas palabras el porqué.

Mientras comenzaba junio, los mercados estaban con la atención puesta en cualquier indicador que nos permitiera obtener información acerca del rumbo que pudiera seguir la inflación en la economía norteamericana. Uno muy interesante fue el PCE (Personal Consumption Expenditures) que básicamente es el deflactor del PBI de USA, y que mostró una medición un poco más baja que la anterior, y dio una sensación de que la inflación comenzaba a ceder, motivo por el cual los mercados festejaron. Pero a los pocos días, se publicó el CPI (Consumer Price Index) de mayo, y el dato destruyó a los mercados. Un 8,6% anual de inflación en USA versus el 8,3% que se esperaba y el Nasdaq perdió un 11% en 3 días, echando por la borda la sensación de que los precios se comenzaban a enfriar.

Pero miren lo notable que son los mercados, y la forma anti intuitiva en la que se mueven. El dato de CPI de junio, que se publicó la segunda semana de julio, fue de 9,1%, es decir por encima de la expectativa del mercado que era 8,8%. ¿Se dan cuenta? Salió mucho más alto que el dato de mayo, y otra vez por encima de lo esperado, y seguro muchos pensarán que el impacto en los mercados fue aún peor que ese 11% de destrucción del mes anterior, pero no. Ese día los mercados terminaron neutros y al otro día con el dato de PPI (Producer Price Index) que también salió malo (subió 11,3% con respecto al año anterior), los mercados cerraron positivos dejando en off side a los que vendieron asustados por un dato de inflación enorme. Esto quiere decir que el mercado está literalmente empachado de datos de inflación. El mercado se pasó todo el 2022 descontando estos horribles datos de inflación, y ahora "entiende" que la inflación está haciendo techo.

Obviamente el mercado en su conjunto se puede dar vuelta muy rápidamente y cambiar de opinión, pero si se está moviendo de este modo seguramente sea por la tremenda piña que se comieron los commodities en las últimas semanas que inciden mucho en la inflación. El Bloomberg Commodities index bajó un 15% entre la última semana de junio y las primeras 2 semanas de julio. Dicho esto, EL DATO que va a mover los mercados los próximos 90 días va a ser el IPC de junio en USA que se publica el 10 de agosto y se espera un valor en torno al 9,2% de inflación anual (es decir, se espera un 0,1% superior al dato de junio). Como les contaba recién, no solo es importante el dato (sería muy bueno que sorprenda una inflación más baja) sino también cómo reacciona el mercado. Más allá de lo que pueda sugerir el dato, es de esperar que la desinflación se dé finalmente durante este segundo semestre del 2022, y eso relaje a los mercados, como estamos viendo. Si esto no llegara a suceder, y la inflación no baja en lo que resta de este año, podría volver el pesimismo a los activos financieros, pero de una manera aún más violenta, ojo con esto.

La caída en el precio de los commodities es la pieza clave del proceso de desinflación. Recordemos que la suba de los commodities tuvo varios factores. Los shocks de oferta fueron los primeros que se dieron cuando la economía global se volvió a encender luego de estar literalmente apagada por un par de meses en el 2020 mientras investigamos qué tan letal era este bicho llamado Covid. Después se sumaron las presiones monetarias fruto del exceso de emisión por parte de los Bancos Centrales para lograr la famosa recuperación en V". Pero lo que fue central en el proceso de aceleración de precios de los commodities definitivamente fue la guerra, que lamentablemente aún no da indicios de terminar. A pesar de todo esto, el fin del Quantitative Easing (fin de compra de bonos = fin inyección de dólares en los mercados) sumado a la suba de tasas, está empezando a enfriar la demanda y es este el por qué los precios de los commodities están empezando a ceder.

Pero no todo es color de rosa, que los precios de los commodities bajen es bueno porque desaceleran las expectativas de inflación, pero es malo porque es el síntoma de un proceso que está expandiendo: la recesión. En esta dinámica se encuentra la salud futura del mercado y la analogía perfecta es la del paciente que le duele mucho la cabeza (inflación) pero también le duele la panza (recesión). Si toma mucha medicación para la inflación, le va a doler menos la cabeza, pero le va a crujir la panza. Parecería ser que los laboratorios encontraron la vacuna contra el COVID, pero no encontraron la vacuna para evitar la recesión.

En términos de actividad económica en USA la confianza del consumidor se en-

cuentra en un mínimo histórico. El ISM manufacturero también tuvo una lectura muy baja que no se registraba desde junio del 2020 (plena pandemia), aunque el ISM de servicios se mantiene estable. Las ventas minoristas también están aflojando. Si bien es temprano, ya se empieza a notar fuerte la desaceleración económica. Si la Fed sigue tirando de la soga, se puede romper.

En pocas palabras, si los commodities caen y las presiones inflacionarias se desinflan, vuelven a tener los Bancos Centrales la capacidad de actuar y eso es algo que los mercados van a festejar cuando ocurra. Básicamente sería el proceso inverso a lo que generó la destrucción de valor durante la primera parte de este año. En ese sentido, y hoy relacionado con la potencial recesión, es que los futuros de tasas de interés empiezan a descontar que a partir de marzo del 2023 la FED podría comenzar a bajarlas. Si esto se fuera confirmando desde la retórica por parte de sus miembros, es muy probable que el mercado haga un RISK ON y se lance a comprar activos por todos lados: Bonos, acciones, criptos, etc. Algo de esto ya estamos viendo, y podría potenciarse durante el segundo semestre de este año, que es un poco la expectativa que teníamos en la Edición anterior.

En pocas palabras, si los commodities caen y las presiones inflacionarias se desinflan, vuelven a tener los Bancos Centrales la capacidad de actuar y eso es algo que los mercados van a festejar cuando ocurra.

La temporada de resultados en Estados Unidos viene bien, con empresas reportando menores ingresos que el año pasado, pero en un 60% con mejores resultados de los esperados (la earning season anterior los resultados fueron en promedio 70% mejor a lo esperado pero eso no alcanzó para motivar a los Bulls del mercado).

En cuanto a las criptomonedas se encuentran atravesando un hermoso veranito, pero nunca deja de sorprender su volatilidad. El Ethereum en 6 días hábiles se clavó una recuperación del 60% luego de conocerse finalmente la fecha (19 de septiembre) para su fusión a Ethereum 2.0, mientras que para el Bitcoin en el mismo lapso la recuperación fue del 21%. Es tremenda la volatilidad de las criptos, y probablemente eso sea espectacular para quienes la tradean (es decir compran y venden según la tendencia) pero es su propia espada de Damocles para quienes pretenden construir valor a largo plazo.

Atentos con Italia

Nunca es fácil saber por dónde va a venir la próxima piña, pero siempre hay que intentar prevenir por donde puede venir. Es importante recordar en esta instancia que con posterioridad a la crisis de Lehman Brothers (año 2008) sobrevino en los mercados la Crisis de Deuda Europa (2011/2012). En pocas palabras, la baja de tasas mundial durante la tremenda crisis financiera que explotó con la quiebra del Banco de Inversión Lehman Brothers, no tuvo su correlato en crecimiento para algunos países europeos y quedaron con un combo macroeconómico complicado de bajo crecimiento, muy endeudados y con déficits externos. La crisis quedó circunscrita a algunos países europeos a lo que se los denominó PIGS en referencia a Portugal, Italia, Grecia y España.

En los últimos días un aumento de la tensión política en Europa se cobró la cabeza de Boris Johnson en Inglaterra y de Mario Draghi en Italia, disparando su deuda que rinde por estos días 3,67% a 10 años -lejos del 1% de comienzos de año- pero aún por debajo del 8% que llegó a rendir en lo peor de la crisis de 2011. La deuda griega a 10 años rinde hoy 3.58% pero también llegó a rendir 43% en el momento crucial de la crisis 2011. El Banco Central Europeo, atento a los acontecimientos políticos desarrollados en Italia en particular y toda Europa en general, ya aprobó una "safety net" para la deuda europea, en donde el propio banco va a salir a comprar deuda cuando lo considere necesario. Eso sí, van a haber ciertas condiciones que van a tener que cumplir (fiscales, de consenso, etc) por lo que el rescate no es tan automático como esperaba el mercado, y eso es un riesgo para la estabilidad. La paridad Euro/Dólar volvió a 1 como no sucedía desde el 2002, denotando la fragilidad de la Eurozona.

Emergentes con viento de frente

Todo el primer semestre mientras los mercados desarrollados se partían al medio, los mercados emergentes mostraron una notable solidez, algo que no era sorpresivo dado que los commodities tienen mucho impacto en sus balanzas de pagos porque son exportadores netos, y los precios ve-

nían subiendo a buen ritmo. Sin embargo, al mismo tiempo que los activos emergentes subían por el buen tono de los commodities, la Fed seguía con su melodía monetaria restrictiva que claramente es contraproducente para los emergentes por el mayor costo de endeudamiento que resulta de la suba de tasas. Sería como estar en una fiesta con muchas luces, ambientación y mucha gente, pero sin música. Sería cuando menos algo incómodo. Lo que sucedió ahora es que se apagaron las luces y empezaron a retirar los sillones, no solo porque los precios de los commodities están cayendo, sino porque las tasas de interés siguen subiendo, encareciendo los roll over de deuda. Hay poco margen para que las tasas de los mercados desarrollados sigan subiendo, contagiando a las tasas de países emergentes por lo que el riesgo es acotado, pero los flujos de dinero son muy inteligentes y eligen tener riesgo de países desarrollados porque si las cosas salen mal y el mundo se sumerge en una crisis severa, van a tener mucho más resguardo con esos activos. Este proceso de comprar riesgo de país desarrollado en detrimento de riesgo emergente se llama "fly to quality" (salto a la calidad) y generalmente es una señal de alerta que se debe tener en cuenta.

Chile se encuentra en un proceso devaluatorio importante, en el que ya tuvo que salir el Banco Central a intervenir en los mercados para atenuar el movimiento del peso chileno. Aún no está claro lo que pueda suceder en septiembre cuando se vote si se aprueba o se rechaza la nueva Constitución en el plebiscito ratificatorio, ni las consecuencias derivadas de ese voto.

En Brasil se acercan las elecciones en noviembre, y las encuestas empiezan a lucir más favorables para Bolsonaro pero están aún muy empatadas. El real brasileño, que se había apreciado hasta los 4.6 por dólar ahora volvió a dar un salto hasta los 5.5.

En Colombia, la inesperada victoria del Izquierdista Gustavo Petro también tuvo su impacto en el peso colombiano al difundir su agenda progresista alejada de la ortodoxia fiscal, cargada de asistencialismo para los más vulnerables financiada con impuestos para las clases altas, e inclusive también dijo que sueña con acabar la

exploración petrolera en un futuro. Ni siquiera la designación de José Ocampo, un economista ortodoxo egresado de la Universidad de Yale y con mucho roce en organismos internacionales, pudo calmar la devaluación.

Hablar de Argentina siempre es complejo, pero hoy existe una sensación de vacío que es inconmensurable. Sin un rumbo fijo, una devaluación de más del 50% del peso en pocas semanas, una inflación imparable, un Banco Central sin dólares y una inexplicable acefalía política en la que nadie se hace cargo de tomar decisiones, la Argentina tendrá que enfrentar un corto plazo durísimo para cumplir con las importaciones de energía con tal de no frenar el país y un largo plazo desafiante en la que la caída de los commodities le implicarán un menor ingreso de dólares en su balanza comercial, en medio de una crisis política que no pareciera tener una fácil y rápida resolución.

En definitiva, hay que seguir con mucha atención todos estos acontecimientos y sus posibles desenlaces. Parecería ser que el panorama para países emergentes luce más complicado que el de los países desarrollados, al revés de lo que sucedió en el primer semestre, pero no hay dudas que vamos a seguir con mucha volatilidad como regla general. Ojalá que se confirme el techo en materia inflacionaria mundial al mismo tiempo que no se profundice la recesión y empecemos el proceso de desinflación para que los mercados puedan construir una base sólida para empezar la recuperación. No será fácil, pero seguiremos analizando cada suceso que vaya impactando en los mercados. Veremos qué pasa.

Parecería ser que el panorama para países emergentes luce más complicado que el de los países desarrollados, al revés de lo que sucedió en el primer semestre, pero no hay dudas que vamos a seguir con mucha volatilidad como regla general.



EHEGUÍA
Negocios Inmobiliarios

www.eheguia.com.uy



Montevideo 099 690 476

Punta del Este 098 786 148

Punta del Este 098 721 796

@@eheguia.inmobiliaria

eheguia@inmobiliaria.com