

## Preocupante la inflación en USA y el mundo

Hay muchas cosas muy importantes para comentar en esta nueva nota de Esteña Press. Es increíble la cantidad de novedades que suceden entre cada publicación, y cada día aumenta la probabilidad de enfrentarnos a escenarios extremos en su resolución. El rally de fin de año, que era el escenario más probable si la inflación empezaba a bajar, ahora se ve amenazado por varias nuevas cuestiones. Se las cuento brevemente para que la volatilidad no los agarre desprevenidos.

El mercado a raíz de los propios comunicados de la Fed, se empezó a ilusionar con la posibilidad de poner un freno a la suba de tasas de interés e inclusive empezar a bajarlas a comienzos del 2023. Música para la valuación de los activos de riesgo: si baja la tasa, sube su valor presente, es decir su precio. Y por eso los mercados venían ensayando una muy buena recuperación desde los mínimos de junio. Previo a la reunión de Jackson Hole a fines de octubre varios Fed Members mostraron un discurso muy "agresivo" en contra de la inflación; "bajarla cueste lo que cueste", "sigue muy alta", hasta inclusive alguno llegó a deslizar que sería una locura bajar la tasa de interés después de haberla subido. Es por eso que el mercado llegó al discurso de Powell con un tenso optimismo, y el Presidente de la Fed se encargó en un discurso de apenas 8 minutos, de tirar varios baldazos de agua fría sobre los inversores. Deliberadamente decidió romper los mercados, tirarlos para abajo, abortar el proceso de recuperación de precios que estaban experimentando, e inclusive varios Fed Members festejaron a posteriori la caída de los activos de riesgo alrededor del mundo, pero ¿se volvieron locos? Seguro que no, la respuesta técnica a esto sería que, si los mercados suben, la gente se siente más "rica" y por ende consume más, estimulando la demanda y presionando al alza los precios. Claramente ven el problema de la inflación mucho más severo y resiliente y entendieron que si no lo atacan ahora, después puede ser muy tarde. Y esta es una de las cosas que deslizó Powell en su discurso cuando dijo que bajar la inflación iba a generar dolor, pero más dolor generaría no controlarla. También fue preocupante de su breve discurso, cuando hizo alusión a la época de Volcker (aquel ex Presidente de la Fed que tuvo que subir las tasas al 17.5% para domar la inflación en los '80) entendiendo que no querían cometer los mismos errores de aquel período, queriendo insinuar que entienden que bajar la inflación no va a ser una tarea fácil. También demostró estar en conocimiento de que hay muchos componentes no monetarios en la inflación actual (la guerra) pero a pesar de eso se mostró implacable en no aflojar hasta volver al 2% anual que es la zona de confort de la Fed. Este discurso fue clave en la evolución de los mercados generando casi 3 semanas ininterrumpidas de bajas e impactó directamente en la curva de futuros de tasa de interés desplazándose hacia arriba.

No fue hasta que se publicó el dato de inflación de Agosto (publicado el 13 de septiembre) que los mercados realmente entendieron la problemática inflacionaria en la que está metida la Reserva Federal. Lógicamente los mercados llegaron al dato de inflación con una tremenda deflación de commodities con el petróleo a la cabeza que, ¡ya se encuentra en valores más bajos que cuando comenzó la guerra! La expectativa de desinflación era total previo al dato. Si el mes anterior el dato anual había dado 8,5% ahora se esperaba 8%, y salió 8,3%, y aunque no lo crean este fue el dato menos malo publicado. La preocupación vino por el lado del "Core Inflation" (que a propósito excluye alimentos y energía que son los componentes más

volátiles del índice de precios) y subió 6,3% por encima del 6,1% del mes anterior y más arriba del 5,9% esperado.

Perdón, no los quiero aburrir con los números, pero es muy importante para entender la gravedad de la situación que estamos transitando, que el problema ya no es solo petróleo + commodities + cuellos de botella de oferta (las tasas de fletes marítimos volvieron a valores normales en el último mes). El problema se tornó monetario, y es lo que nos quisieron anticipar todos los Fed members hace semanas con sus declaraciones públicas. El mercado ya descuenta que la FED va a subir la tasa 0,75% a fines de septiembre, pero el tema es en cuanto termine el año la tasa de referencia. Hace 2 meses era 3,25%, después de Jackson Hole subió a 3,5%-3,75% y ahora ya se espera un cómodo 4%, que podría ser más si la inflación no afloja. Hace muchos muchos años que el mundo no convive con este nivel de tasas. Previo a la crisis del 2008 de Lehman Brothers las tasas tocaron un pico de 5,25%.

Lo peor de esta novela inflacionaria es que la sensación de que los precios se estaban desinflando era generalizada, por lo que nuevamente la Fed está en tela de juicio. ¿Cómo se puede cambiar de opinión tan rápido? Hasta no hace mucho la lectura que hacían los mercados de la Fed, era que la recesión estaba empezando a preocupar más que la inflación, y eso generó la expectativa del famoso "Pivot de la Fed", es decir que la Fed terminará bajando la tasa el año que viene. Ahora todos los argumentos que propiciaron el rally de los mercados en junio se han desvanecido: ya no hay más pivot de la Fed (o bien si lo hay pero más adelante en el tiempo y con una tasa bastante más alta), la desinflación no está sucediendo, y el softlanding ahora ¿Dónde quedará? Una Fed que sube tasas en un contexto de debilidad económica es la peor de las pesadillas, y se llama estanflación (estancamiento + inflación). Luce prematuro aún tener un escenario tan pesimista, pero hay que estar alertas y no dejar que los acontecimientos los sorprendan. Hay que seguir muy de cerca los datos que se vayan publicando y estar abiertos a cualquier desenlace. Hoy por hoy parece igualmente probable que el mercado meta un tremendo rally de fin de año luego de las elecciones en USA; o que tengamos un nuevo mercado bajista que nos lleve a probar los mínimos de junio primero para ver qué hacemos después.

**"LUCE PREMATURO AÚN TENER UN ESCENARIO TAN PESIMISTA, PERO HAY QUE ESTAR ALERTAS Y NO DEJAR QUE LOS ACONTECIMIENTOS LOS SORPRENDAN. HAY QUE SEGUIR MUY DE CERCA LOS DATOS QUE SE VAYAN PUBLICANDO Y ESTAR ABIERTOS A CUALQUIER DESENLACE"**

En la nota anterior de Esteña Press hacíamos referencia a lo positivo que podría haber sido para los mercados empezar a ver números inflacionarios en declive, y de hecho los mercados cerraron julio recuperando más del 50% de la baja registrada desde comienzos de año gracias a los buenos números de inflación registrados en el CPI y el ISM. Pero todo eso quedó como historia vieja, y Powell se encargó de escribir una nueva historia. Si hubiera que buscar una palabra que defina esta nueva edición sería PRUDENCIA.

This item should not be considered a purchase solicitation or recommendation. The material has been prepared for informational purposes only.

## Winter is Coming! Guerra de Energía.

De igual manera que en la famosa Serie de TV la expresión "Winter is coming" significa que algo malo se acerca, estamos a la espera de ver cómo podrá sortear Europa el cierre de las exportaciones de gas que le está propinando Rusia y está disparando los costos energéticos en todo el bloque mientras se espera que empiecen a bajar las temperaturas a partir del mes que viene.

La situación en Europa no está mucho mejor, y de hecho se la ve un poco más complicada porque al problema energético, hay que sumarle un Banco Central Europeo subiendo las tasas de la manera más agresiva de su historia. Pero su esfuerzo de prudencia monetaria se ve opacado con propuestas de expansión fiscal para alivianar los costos energéticos de los particulares, por lo que se ahorra en una ventana, se lo gastan en la de al lado. Obviamente esto genera que las tasas de los bonos suban generando un escenario preocupante porque ni siquiera ha llegado el invierno con sus frías temperaturas. Si los costos energéticos siguen altos ¿las compañías seguirán produciendo o apagan su maquinaria? ¿Producirán a pérdida o trasladan el aumento del costo? ¿Las familias calefaccionarán sus casas o simplemente se abrigarán pasando frío? ¿Qué pasará con los comercios? ¿trasladarán sus costos energéticos en sus precios? Si la suba de tasas genera recesión, podrían tener literalmente una tormenta perfecta.

Si bien lo que más cerca está de Rusia está sufriendo más, la realidad es que toda Europa se enfrenta a un invierno de restricciones y aumentos. Para darnos una idea, el MW/H (unidad de medida de energía del mercado mayorista) costaba 40 Euros hace un año y hoy en promedio vale 400 Euros. Imagínese que, si este es el costo mayorista, a los minoristas en la factura de luz el costo es aún más elevado. ¿Se imaginan cómo les debe estar costando pagar las facturas a los pequeños comercios, o a las familias? Ni hablar que muchas empresas podrían ir a la quiebra, tanto del lado de los consumidores que no pueden pagar, como de las generadoras que no pueden cobrar. En Italia, Alemania y Francia ya existen de manera cotidiana marchas en donde queman las boletas de luz sin ninguna intención de pagarlas, y muchas empresas generadoras han pedido salvataje porque no pueden afrontar sus costos porque no cobran, pero OJALÁ fuera este es el único problema.

Ya hay varias propuestas gubernamentales de la zona del Euro para subsidiar las boletas de luz de los minoristas y rescatar a varias generadoras que no están cobrando, pero recordemos que este año se caracterizó por un cambio muy significativo en las políticas monetarias de casi todos los Bancos Centrales del

mundo. Este es un año de restringir la cantidad de dinero en circulación y subir las tasas de interés, PERO si este esfuerzo monetario no es acompañado con prudencia fiscal, todo el esfuerzo y el dolor será en vano y los costos volverán como un boomerang por lo que tampoco hay mucho margen de ayuda.

¿Se acuerdan de que en la edición anterior pensábamos por donde podía venir la próxima piña y hablamos de Italia y la zona Euro? Bueno, las yields de la deuda europea siguen subiendo, y por ejemplo Grecia a 10 años ya supera los 4.29%, mientras que Italia ya superó el 4%. Alemania rinde 1.70% que parece poco pero solo a principios de agosto rendía 0,7% ósea que se pegó un viaje de más del 100%.

Y tenemos toda esta novela en Europa, y aún no comenzó el invierno, aún no comenzó la demanda fuerte de energía. La guerra que en un primer momento se pensó que iba a ser rápida para ganar 3 o 4 territorios ya mutó a una guerra eterna y para peor ahora Putin tiene a occidente de rodillas porque o le levantan las sanciones o no manda más gas a Europa. Es cierto que Europa dice estar preparada para esto, al haber incrementado su capacidad de almacenamiento y sus compras de gas licuado, pero aún no se sabe la crueldad de las temperaturas. Al lado de las manifestaciones para no pagar las boletas, están las marchas para que varios países de Europa abandonen la OTAN y recompongan los vínculos con Rusia. La tensión es extrema, y nadie sabe dónde termina esto, pero paradójicamente tampoco los futuros del petróleo están volando, es decir que el mercado no espera un repunte en los precios, al menos no duradero en el tiempo. ¿Será que el mercado hoy está procesando más fuerte un potencial ideal con Irán? Si así fuera se podrían bombear muchos barriles de petróleo diario y de esa manera compensar el faltante de Rusia. Ahora bien, tampoco es que luzca fácil un acuerdo de este tipo, y por lo pronto yo no me ilusionaría con algo así. ¿O será que el mercado piensa que se viene una recesión más fuerte que voltearía la demanda de petróleo? Lo importante a corto plazo es que el precio se mantenga estable sin subir. Imaginen cómo se agravaría el problema inflacionario mundial si el petróleo volviera a superar los 100 u\$s el barril. Automáticamente volvería el pesimismo a todos los inversores porque ese aumento se traslada instantáneamente a la gasolina y de ahí a todos los precios de la economía, por lo que el proceso de desinflación se volvería a complicar.

**"AUTOMÁTICAMENTE VOLVERÍA EL PESIMISMO A TODOS LOS INVERSORES PORQUE ESE AUMENTO SE TRASLADA INSTANTÁNEAMENTE A LA GASOLINA Y DE AHÍ A TODOS LOS PRECIOS DE LA ECONOMÍA, POR LO QUE EL PROCESO DE DESINFLACIÓN SE VOLVERÍA A COMPLICAR"**

Los últimos días hubo "buenas" novedades con respecto a la guerra, y al parecer Ucrania ha logrado recuperar varias regiones y ha obligado al ejército ruso a replegarse. Si bien Ucrania tiene la ventaja de recibir equipamiento, insumos y dinero constantemente desde Occidente que le ha permitido rearmarse y defenderse mientras Rusia se desgasta, hay que ver si esto es realmente "positivo" para un pronto desenlace de la guerra. ¿Puede Putin permitirse "quedar" como perdedor? Yo no lo creo, y de hecho me asusta un Putin acorralado que solo pueda recurrir a armamento nuclear para equiparar la balanza.

Con todo este lío energético, el BCE se encuentra subiendo las tasas de la manera más agresiva de su historia para contener la inflación más alta de su historia. Europa se encamina a una recesión que esperemos no se potencie con una crisis de deuda.

Pequeño párrafo para los mercados emergentes. Bien Chile que eludió su propuesta de reforma de la Constitución; y atentos con Brasil que se vienen las elecciones y las encuestas lo siguen dando ganador a Lula (siempre los procesos electorales generan como mínimo volatilidad en el tipo de cambio). Los emergentes en general también lucen complicados en este proceso de subas de tasas mundiales porque se encarece su costo de fondeo, y la desaceleración económica tumba los precios de los commodities que son su principal generador de divisas vía exportaciones. Si hacemos memoria, la primera parte del año las bolsas emergentes anduvieron muy bien por el alto precio que alcanzaron los commodities mientras que las bolsas desarrolladas entraban en bear market. Bueno, esa dinámica ahora se dio vuelta en este nuevo mundo de tasas altas y no sería ilógico que los flujos emigren de los países emergentes hacia destinos "más seguros".

De nuevo, PRUDENCIA.

**POLO VERRIER**



**hipolitoverrier.com**

Licenciado en Economía (CEMA)  
Master en Finanzas (UDES)