

Reporte de Estrategia

Información al 13/4/2023 11hs BA time

¿DESINFLACIÓN CON CERCANÍA RECESIVA?

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- Los datos de CPI y PPI han sido muy buenos reforzando un escenario dovish con debilidad del dólar.
- Tanto en headline como en core inflation, los datos mensuales de PPI han sido deflacionarios.
- CPI y PPI se correlacionan con una inflación de salarios (AHE) bajando también y reportada en abril 7 junto con NFP.
- Es altamente probable que la dinámica desinflacionante se haya instaurado de manera robusta.
- Se genera un escenario de tasas cortas en tendencia descendente, lo cual es bearish dólar
- La crisis bancaria comienza a dejar de ser un driver preocupante, lo cual es bullish para activos de riesgo.
- Sigue firme el oro, la plata y las criptos ante la anticipación de un escenario caracterizado por debilidad del dólar y dovishness de la Fed.
- Las rotaciones desde acciones cíclicas a tecnológicas se mantienen de la mano de un proceso desinflacionario bajo aparente control.
- Sigue firme la underperformance del sector financiero para un mercado que se prepara a pricear un probable "credit crunch".
- Monedas del G10 firmes contra el dólar norteamericano.
- Monedas emergentes sin clara tendencia ante la percepción de una economía global que se desacelera.
- Tasas largas testeando los mínimos de 2023 en 3.50%.
- Tasas cortas intentando estabilizarse desde los máximos de marzo 8.
- Toda la curva de yields perdiendo volatilidad, lo cual es bullish activos de riesgo.
- La crisis financiera pareciera dar lugar a un mundo que sorpresivamente nos quedó más dovish y con mayor probabilidad de recesión.

Contexto

Los datos dominantes de la semana han sido el CPI y PPI de Estados Unidos, los cuales se publicaron luego de observarse números de empleo (NFP del 7 de abril) todavía robustos, lo que sugiere una economía que se está desacelerando pero que sigue mostrando signos de resiliencia en el mercado laboral. El headline CPI YoY arroja una inflación acumulada de 5% vs un 6% del mes anterior. El Core CPI ha salido en línea con lo esperado mostrando una razonable desaceleración pero a la vez indicando que todavía la desinflación norteamericana llevará algún tiempo de convergencia hacia el 2%. La gran sorpresa vino del lado de PPI inflation donde la tasa de inflación MoM fue negativa tanto en el headline como en el core lo cual indica deflación durante el mes de marzo. El PPI YoY colapsa desde 4.6% mes anterior vs un 2.70% actual. Claramente, la inflación en Estados Unidos comienza a desacelerarse.

En ese contexto donde la sorpresiva crisis financiera obligó a la Fed a “pivotear”, los datos de inflación siguen marcando una tendencia razonablemente descendente la cual se viene observando desde el último trimestre de 2022 contribuyendo a un escenario que se plantea incrementalmente dovish a medida que progresa este 2023 con un fantasma recesivo esperándonos al cierre de este año.

Desde el 9 de marzo, fecha donde claudica SVB, el mercado de tasas de interés inició una dinámica sorpresivamente dovish que ahora es retroalimentada por dos fuerzas adicionales que siguen definiendo a la debilidad del dólar como escenario base de caras a lo que resta de 2023. Primero, un proceso desinflacionante “razonable” como el que venimos observando aleja la posibilidad de que la Fed retome su estancia hawkish hacia el cierre de 2023. Los futuros de Fed Funds anticipan ya una reducción en la tasa de referencia comenzando en septiembre 2023 y tornándose muy agresiva de caras al 2024. Pareciera entonces que el ciclo de “tightening monetario” de la Fed está a punto de culminar. Segundo, la gran mayoría de los indicadores macro apuntan a que la economía norteamericana se está desacelerando y ahora dicha desaceleración podría incrementar en velocidad de la mano de una crisis financiera que podría ocasionar un “credit crunch” que impulse restricciones de crédito al sector privado, lo cual es también contractivo.

Si bien por la crisis financiera la Fed ha tenido que frenar sus embates hawkish tanto en tasa de referencia como en QT (Quantitative Tightening), pareciera que desde marzo 9, la economía real sumado a un “credit crunch” potencial podría ejecutar el resto del tightening. Es razonable esperar entonces de caras al segundo semestre del 2023 una economía que seguirá su sendero desinflacionario sumado a una creciente evidencia de recesión cercana en la economía de Estados Unidos. Todos estos acontecimientos apuntan a un 2023 mucho más dovish de lo anticipado tan solo un mes atrás.

Esta coyuntura señala un dovishness generalizado en todas las dimensiones de la política monetaria de la Fed por lo que resulta razonable imaginar un buen 2023 para el oro, la plata, y todo aquello que opere como espejo contrario al dólar, incluidas las criptos y las monedas del G10. En este entorno de “desinflación con cercanía recesiva”, las acciones cíclicas tendrían que seguir underperformeando a las tecnológicas.

El mercado de acciones emergentes sigue por el momento atrapado en dos frentes con efectos opuestos: la desaceleración de la economía norteamericana les juega en contra pero la reapertura de la economía china podría ser un gran catalizador para commodities en algún momento del 2023. La debilidad del dólar en tanto y en cuanto no sea acompañada por una recesión de magnitud en Estados Unidos, debiera jugar en favor de emergentes, tanto acciones como bonos. La semana se cierra con un claro sabor a desinflación.

LOS DATOS MÁS RELEVANTES DE LA SEMANA:

CPI de Estados Unidos: se fortalece la tendencia desinflacionaria

MoM ACTUAL: 0.1% VS 0.4% PREVIO. ESTIMADO 0.2%.

YoY ACTUAL: 5.0% VS 6.0% PREVIO. ESTIMADO 5.1%.

CORE MoM ACTUAL: 0.4% VS 0.5% PREVIO. ESTIMADO 0.4%.

CORE YoY ACTUAL: 5.6% VS 5.5% PREVIO. ESTIMADO 5.6%.

PPI de Estados Unidos: se fortalece la tendencia desinflacionaria

MoM ACTUAL: -0.5% VS -0.1% PREVIO. ESTIMADO 0.0%.

YoY ACTUAL: 2.7% VS 4.6% PREVIO. ESTIMADO 3.0%.

CORE MoM ACTUAL: -0.1% VS 0.0% PREVIO. ESTIMADO 0.2%.

CORE YoY ACTUAL: 3.4% VS 4.4% PREVIO. ESTIMADO 3.4%.

Jobless Claims: cierta debilidad en el mercado laboral, lo cual también es desinflacionante

Initial Claims 239K. ESTIMADO 235K. PREVIO 228K.

Continuing Claims 1810K. ESTIMADO 1835K. PREVIO 1823K.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 4/4/23 la 2yr yield cotizaba en 3.82%, cerrando esta semana en 3.93%. Todo lo acontecido desde marzo 9 ha generado una reacción muy dovish a lo largo de toda la curva de yields de Estados Unidos, la cual pareciera estar en pleno proceso de consolidación ante este sorpresiva nueva realidad. La presión descendente ocurrió especialmente en la parte corta la cual lentamente está perdiendo volatilidad lo cual refleja a un mercado que anticipa un formidable repricing del sendero de tasa de referencia que se espera a futuro. Una economía que lentamente irá reflejando señales de desaceleración sumado a un proceso inflacionario que muestra una razonable desaceleración comienzan a cambiar notablemente un sendero de tasas que debiera ser mucho menos agresivo ajustándose a una coyuntura mucho más dovish. Respeto a la 30yr yield, al 4/4/23 la misma cotizaba en 3.59%, cerrando la semana en niveles de 3.63% y describiendo a un mercado que pone un techo muy sólido en las tasa largas en anticipación a lo que podría ser una fuerte desaceleración de la economía real de caras al segundo semestre del 2023 y primer semestre del 2024. Claramente, la curva de bonos de Estados Unidos descuenta dovishness a lo largo de todo su espectro de duration muy especialmente concentrado en la parte corta de la curva.

Monedas

Al 4/4/23 el euro cotizaba en 1.0953, cerrando esta semana en 1.1048, quebrando una resistencia importante, el “1.10” y reaccionado de esta forma a los datos de inflación los cuales han tenido un sabor claramente dovish en especial, la inflación mayorista (PPI). El inicio de la crisis financiera en marzo de este año obligó a la Fed a ejecutar un pivot anticipado lo cual propició un colapso muy significativo en la parte corta de la curva de yields. Las monedas son muy sensibles a la parte corta de la curva y en ese sentido el diferencial de tasas apunta en contra del dólar y en favor de las monedas del G10 como el euro, el yen, la libra británica y el dólar australiano, por citar algunos. Un poco más rezagadas vienen las monedas emergentes las cuales siguen atrapadas en dos dinámicas con impactos opuestos. Por un lado, la reapertura de la economía china debiera sentirse en el mercado de commodities de caras al cierre del 2023 lo cual sería bullish monedas emergentes. Por otro lado, el fantasma recesivo del “hard landing” en la economía norteamericana pone freno a todo trade emergente. Estas dos dinámicas opuestas seguirán impactando el mercado de monedas emergentes durante todo el 2023. Como principal conclusión, la debilidad del dólar norteamericano llegó para quedarse y este concepto dominará todo el posicionamiento en monedas durante lo que resta de 2023.

Commodities

Al 4/4/23 el petróleo cotizaba en 81.10, cerrando esta semana en 82.81, manteniendo firmeza ante el anuncio de la OPEC de la semana anterior. Independientemente de esta decisión que apunta a la reducción de oferta, el tiempo dirá si el petróleo finalmente podrá operar por sobre

100 nuevamente o si el mismo claudicará ante una economía global que probablemente comience a desacelerar fuertemente de caras al cierre del 2023. Tanto los commodities energéticos como los relacionados a metales básicos, ambos muy sensible al rimo de la economía global, hace meses que vienen operando muy tranquilos lo cual es una excelente noticia para el “headline inflation”. La sensación de debilidad económica global de caras al próximo semestre viene poniendo un sólido techo a todos aquellos commodities que se correlacionan positivamente con el ciclo de la economía global. De esta forma, los commodities relacionados a metales básicos han operado en la semana relativamente tranquilos. Del otro lado observamos a los metales preciosos los cuales en general se correlacionan negativamente con el ciclo de la economía global y de esta forma, el oro y plata, ante datos de CPI y PPI razonablemente buenos siguen muy firmes operando contra la debilidad del dólar norteamericano. El oro cierra la semana con un retorno de +1.40% y la plata con +2.73%. En este entorno, las criptos performearon sólidamente con BTC quebrando la barrera de los 30K, ETH quebrando la barrera de 2K e indicando que potencialmente arrancó un bull market que también olfatea tasas norteamericanas en claro sendero descendente. La Fed “hawkish” probablemente culminó el 9 de marzo con el colapso de SVB y el mercado de monedas así lo entiende.

Acciones Norteamericanas

Al 4/4/23 el QQQ operaba en 319.07, cerrando la semana en niveles de 315.80 con un retorno negativo de -1%. El mercado de acciones para el futuro inmediato probablemente pondere un cisne negro bancario que pareciera querer desvanecerse en la medida que transcurren los días lo cual es una excelente noticia. En ese frente se observa una razonable desinflación que propulsa baja de tasas lo cual suele ser un buen aliado del mercado de acciones. En este entorno es razonable esperar que las acciones tecnológicas, las cuales son mucho más sensibles a la parte larga de la curva debido a su relativa mayor duration debieran seguir mostrando la misma dinámica con la que comenzó el año: overperformance sobre acciones cíclicas en especial, bancos. De esta forma pareciera que el mercado de acciones intenta consolidar un rango de trading y muy lejos de los mínimos del 2022. Para que el mercado intente ir a buscar nuevamente dichos niveles sería necesaria una recesión de sustancial magnitud lo cual no es un escenario para descartar pero que por el momento no pareciera ser el escenario base de Wall Street. Las acciones emergentes en general están un poco más rezagadas navegando la preocupación de un potencial “hard landing”. En términos generales, se fortalece la debilidad del dólar como escenario base y a menos que la misma se asocie a una recesión de magnitud debiera ser bullish acciones en especial tecnológicas luego de la negatividad sustancial observada en 2022.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prouurban (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.