

Estrategia Internacional

Información al al 17/8/2023 11hs B.A. time.

RALLY DEL PETRÓLEO: ¿PODRÁ EL “CORE DISINFLATION” NEUTRALIZAR AL “HEADLINE REINFLATION”?

Germán Fermo

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- 🕒 *Sigue muy firme el embate de tasas largas norteamericanas causando sustancial dolor en equity.*
- 🕒 *La parte corta de la curva opera con marcada estabilidad pero con sesgo ascendente.*
- 🕒 *Poco cambio en monedas del G10 con una leve tendencia hacia la apreciación del dólar norteamericano.*
- 🕒 *Los principales datos macroeconómicos del mes ya han sido publicados por lo que el mercado debiera operar con relativa estabilidad.*
- 🕒 *Algunos rumores provienen de la economía china que insinúa una mayor debilidad a la originalmente esperada.*
- 🕒 *La buena noticia es que China estaría exportando deflación.*
- 🕒 *La pregunta relevante es la dinámica del petróleo el cual podría complicar la historia inflacionaria.*
- 🕒 *Un tema favorable desde el perfil commodities, es que los alimenticios vuelven a exhibir tendencia descendente.*
- 🕒 *Por toma de ganancias y una 30yr ascendente, sigue firme la rotación desde tecnológicas a cíclicas en especial, energéticas.*
- 🕒 *La depreciación del yen sigue demoliendo las expectativas de que el BoJ abandone su estrategia de control de curva (YCC), lo cual es dovish.*
- 🕒 *Se diluye entonces uno de los principales fantasmas de agosto: Japón mantiene su estrategia de tasas largas.*

Contexto

Desde la semana anterior, el mercado ya tiene información para agosto respecto a las dos variables macroeconómicas relevantes: empleo e inflación y ambos datos siguen robusteciendo la noción de una economía que se desinflaciona pero que a la vez no muestra signos relevantes de recesión. El miércoles pasado se publicaron las minutas del último FOMC sugiriendo la posibilidad de mantener la tasa de referencia en los niveles actuales por un periodo más prolongado al priceado, lo cual puso renovada presión ascendente en la 30yr yield. Sigue entonces, la presión en tasas largas y recordemos que los saltos simultáneos en la tasa de 30 años de Japón y Estados Unidos fueron los que iniciaron el selloff de agosto utilizando como catalizador a la sorpresiva baja de calificación crediticia de la deuda soberana norteamericana en manos de Fitch, un evento que presionó 30 basis hacia arriba a la 30yr. Por lo tanto, los tres fantasmas de agosto debieran calmarse por lo que resta del mes: incertidumbre respecto a datos de empleo (vara superada correctamente), incertidumbre respecto al CPI (vara superada correctamente) e incertidumbre por el “evento Fitch” (circunstancia de corto plazo con sabor a irrelevancia). Sin embargo, existe un evento que viene preocupando al mercado con intensidad creciente y el mismo se refiere a la suba de commodities energéticos que venimos observando desde aproximadamente siete semanas en especial, el petróleo. Es en este frente donde se hace necesario marcar la notable diferencia que existe entre “headline inflation” y “core inflation”. Durante todo el 2023 fue precisamente la “deflación de commodities” la que influenció muy significativamente en la baja sistemática que observamos en el headline CPI y PPI. Al mismo tiempo, toda la baja en “headline inflation” fue acompañada de una notable resiliencia en el “core inflation”. De manera tal que al primer semestre del 2023 podemos caracterizarlo como “headline inflation bajando sistemáticamente y core inflation en rebelde resiliencia”. Precisamente, la resiliencia del core inflation es lo que forzó a la Fed a seguir con tono fuertemente hawkish hasta el evento bancario de marzo 8 en donde la realidad la obligó a bajar fuertemente su agresividad en la parte corta de la curva.

Pareciera que el segundo semestre del año mostrará una tendencia muy distinta en la dimensión commodities, especialmente energéticos. Tanto los energéticos, como los metales básicos, vienen describiendo un sendero de rebote que claramente comenzará nuevamente a filtrarse en el headline CPI si es que esta tendencia se mantiene. Y es en este punto donde se hace necesario marcar la diferencia entre “headline” y “core” inflation. Precisamente, el “core inflation” se define como aquella métrica que deja fuera de cálculo al componente commodity dada su conocida volatilidad. De esta forma en principio, el “core inflation” es relativamente inmune al salto en la cotización de commodities y esa es la razón por la cual todo accionar de política monetaria apunta a este componente, uno que es más robusto y menos volátil y que en última instancia es disciplinado tarde o temprano, por la Fed. De esta forma, en el segundo semestre del 2023 podríamos tener un “headline inflation” que repunte por el salto en commodities pero a la vez un “core inflation” que siga su tendencia descendente en especial por el lado de rentas de alquileres los cuales quedan incluidos en el índice con un rezago de casi un año respecto al spot y no han mostrado por lo tanto, la fuerte deflación de alquileres observada en el último año, la cual ha sido muy significativa. Una de las preguntas que deberá dirimir Wall Street de caras a cierre de año es si en el caso de un sostenido repunte de commodities la “core disinflation” podrá neutralizar a la “headline re-inflation”: dos fuerzas que forman parte de un mismo índice pero con dinámicas y sensibilidades muy distintas. Mientras el “headline inflation” queda más expuesto a shocks

externos relativos al mercado internacional de commodities, la “core inflation” de carácter mucho más local, reacciona muy sensiblemente a los embates monetarios de la Fed y ha habido muchos en este frente durante todo el 2022, lo que podría anticipar un escenario de fuerte desaceleración en el core de caras a los meses que restan del 2023.

De esta forma, nace en agosto 2023 un nuevo fantasma para el bull market: ¿qué tan significativo será el salto del headline CPI en los próximos meses como consecuencia de un mercado de commodities energéticos en renovada tenencia positiva? y ¿cuánto podrá neutralizarse de dicho salto si es que el “core disinflation” comienza a traccionar en la dirección correcta? Es razonable imaginar un escenario de desinflación sostenido que podría exhibir alguna que otra decepción de corto plazo pero resulta evidente reconocer una tendencia con claro sesgo descendente a menos que tengamos un cisne negro de la mano de commodities con subas incontenibles y aceleradas, lo cual no parecería ser el escenario base. Entonces, y a pesar de potenciales decepciones inflacionarias de corto plazo que probablemente ocurran, es razonable imaginar que gran parte de la batalla antinflacionaria encarada por la Fed a inicios de 2022 comienza a dar sus frutos a pesar de un ejército de bears intentando convencer en la dirección opuesta. Por lo tanto, y a pesar de una recuperación en el precio del petróleo, comienza a parecer razonable ir descartando a la inflación como principal fantasma del 2023 y seleccionar a una potencial recesión como el catalizador clave de una fuerte corrección si es que ocurre. Recuerden que las subas del petróleo tienen dos consecuencias negativas y simultáneas: 1) aumentan las presiones inflacionarias del “headline CPI” y dado que todo el mundo utiliza directa o indirectamente petróleo, opera como un impuesto global con efectos recesivos.

MERCADOS

Tasas de interés

Al 10/8/23 la 2yr yield cotizaba en 4.78%, cerrando esta semana en 4.94%. Respecto a la 30yr yield, al 10/8/23 la misma cotizaba en 4.19%, cerrando la semana en niveles de 4.40%. La parte corta de la curva parecería no enfrentar eventos de incertidumbre significativos en el corto plazo por lo que es razonable imaginar poco cambio de la mano de un escenario desinflacionario que parecería estar sólidamente instaurado y eso es a pesar de las dudas que claramente generan las subas generalizadas en commodities en especial, petróleo. Del otro lado de la curva, la 30yr no afloja y sigue operando en máximos interanuales, divorciada de una economía norteamericana que no recesiona pero que a la vez no le sobra crecimiento y dicha realidad es por lo tanto incompatible con tasas largas gapeando sin límite lo cual sigue sugiriendo “overshooting”. Las tasas debieran operar en rangos a ambos extremos de la curva ante una macro que recién se recalibrará con los datos de septiembre y con un FOMC que claramente será el foco de atención. Las minutas de la Fed reportadas el pasado miércoles no han producido sorpresas relevantes. Especialmente, desde la publicación de las minutas de la Fed el mercado comienza a pricear un escenario de “higher for longer”. O sea, una tasa de referencia que no sube pero que se queda en los niveles actuales por más tiempo y eso explicaría probablemente por qué las tasas largas siguen picando en punta. Dado que en definitiva una tasa larga es un promedio del sendero de tasas cortas, si estas últimas quedan sin descender por mayor tiempo al priceado, dicho aspecto explicaría las subas adicionales observadas en la 30yr durante la semana en especial, después de la publicación de las minutas del último FOMC.

Monedas

Al 10/8/23 el euro cotizaba en 1.1027, cerrando esta semana en 1.0904. A pesar del ruido intrasemanal que venimos observando, nada importante ocurre en monedas en especial, en la relación dólar euro, la cual viene muy centrada en torno a 1.10 y con un creciente sesgo hacia la fortaleza del dólar norteamericano. Otra historia es el yen en el sentido que toda depreciación adicional se lee como dovish y por lo tanto diluye el fantasma de un BoJ alejándose de su estrategia de control de curva (YCC), lo cual es buena noticia dado todo el ruido que generó la última estampida de tasas largas en la curva de Japón. En tanto y en cuanto la inflación de Estados Unidos siga percibida como bajo “relativo control”, ningún salto significativo debiera ocurrir frente al euro. Respecto al yen, otro par de extrema relevancia, no pareciera que Japón quiera implementar cambios de sustancia en su política de control de curva por lo que el yen debiera mostrar cierto sesgo hacia la depreciación, tal como viene haciéndolo en los últimos días.

Commodities

Al 10/8/23 el petróleo cotizaba en 83.63, cerrando esta semana en 80.60. Claramente, el petróleo ha cambiado tendencia y todas las preguntas actuales apuntan a la relación que estas subas tendrán en la retroalimentación inflacionaria que seguramente comenzaremos a observar en el futuro inmediato poniendo peso en el binomio: “headline reflation” vs “core disinflation”. Tanto los commodities energéticos como metales básicos, vienen subiendo de caras a los dos últimos meses lo cual es una de las principales razones que preocupan al mercado aunque la sensación de una economía china desacelerando bastante más de lo originalmente priceado, podría tranquilizar sustancialmente esta dinámica. Respecto al comportamiento del mercado de commodities no hay nada que la Fed pueda hacer en materia de política monetaria por lo tanto el mercado será permisivo si se observa un “CPI headline” aumentando en tanto y en cuanto el “core” siga mostrando tendencia decreciente. Sin dudas, la dinámica del “core inflation” ha ganado mucha más relevancia ahora dada la renovada actividad en el CPI headline de la mano de un petróleo que sin ser un drama todavía, complica a todos.

Acciones Norteamericanas

Al 10/8/23 el QQQ operaba en 373.95, cerrando la semana en niveles de 363.50. Las rotaciones en el mercado de equity han favorecido desde inicios de agosto al sector cíclico de la mano de energéticas y en menor medida de bancos. El evento que desencadenó la rotación desde tecnológicas hacia cíclicas fue la sorpresiva suba de tasas largas en Japón y Estados Unidos y en este entorno, el sector de tecnológicas no recuperó su caída en especial, porque sirvió probablemente para una toma de ganancia que oxigena nuevamente de caras al último trimestre del año. En tanto y en cuanto la macro no decepcione, como parecería querer ser el escenario base, “la macro manda” y dicha historia sigue siendo bullish equity en general. A pesar del ruido intrasemanal se hace necesario recordar que los datos macro siguen siendo muy buenos aunque preocupa muchísimo el nivel de la 30yr yield. Si existe una variable por la cual preocuparse, claramente es el nivel de la 30yr yield.

INVERTIR EN BOLSA

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