

22 de enero de 2016

El turbulento comienzo de año

El año no podía haber arrancado de peor forma. Ni los más pesimistas vaticinaban un comienzo tan turbulento. Hasta la rueda del jueves el S&P había perdido un 9%, Europa (Euro Stoxx 50) un 11%, China (CSI 300) un 17%, el Bovespa un 13% y el Merval un 19%. Los commodities se derrumbaron, el petróleo cayó un 25% y el cobre un 8%. Afortunadamente, nuestros commodities lograron desacoplarse del resto. Las monedas del mundo en desarrollo se deprecian. Los fondos de inversión se refugian en activos más seguros y los Bancos Centrales de los emergentes consienten la suba de sus monedas para amortiguar el impacto doméstico de la caída de las materias primas. Las últimas dos ruedas de la semana trajeron algo de alivio.

Anticipándonos a las conclusiones, podemos prever un 2016 en dos escenarios dispares:

- El primero es el escenario caótico, un mundo parecido al 2008-2009 cuando estalló la crisis subprime. En este contexto, el mundo entra en recesión producto principalmente de un aterrizaje forzado de China. Algunos de los riesgos contingentes en el gigante asiático, como la explosión de la burbuja crediticia y bursátil o una brusca salida de capitales, produce el desplome de la economía china, los commodities colapsan y los emergentes enfrentan un contexto parecido al 2009, con un comercio internacional paralizado. En este mundo Estados Unidos deja de crecer y Europa se hunde nuevamente en recesión. Los únicos activos que vale la pena tener son dólares líquidos o títulos de la mayor calidad crediticia, del resto salir corriendo.

- El segundo escenario es un mundo más parecido al 2015, aunque con un desempeño más endeble de las acciones (americanas sobre todo) debido a que los niveles actuales de valuación serán difíciles de sostener con la compresión de las ganancias corporativas. China continúa creciendo a una tasa más moderada, Estados Unidos sigue cerca de su tasa potencial y Europa persigue su lento camino para salir del estancamiento. Las materias primas se recuperan levemente, salvo algunas excepciones puntuales por temas de sobre oferta. Los emergentes crecen a un ritmo

parecido al 2015, con diferentes velocidades cada uno pero sin mayores sobresaltos ni incumplimientos crediticios generalizados, tanto en la deuda soberana como en la privada. En este escenario, la renta fija emergente (con mucha selectividad) es una buena opción. Apostar al rebote de algunas acciones también es tentador.

En lo personal siempre soy optimista, aunque en esta ocasión el segundo escenario tampoco es para descorchar champagne. Creo que hay tres grandes factores que marcarán el rumbo del 2016. Veamos.

China y el crecimiento global

El miedo a un potencial aterrizaje de China y sus imprevisibles consecuencias para el crecimiento global explican gran parte del turbulento comienzo de año. Si bien la moderación en su tasa de crecimiento es considerable, no es algo que deba tomar por sorpresa al mercado. La evidencia empírica muestra (por ejemplo Japón y Corea del Sur) que cuando las economías se desarrollan y sus ingresos per cápita crecen, la velocidad del crecimiento se reduce. Más aún cuando la primera etapa del crecimiento está fundamentada en una gran competitividad producto de salarios muy bajos en dólares.

El miedo a China no es por su desaceleración, sino por su aterrizaje. Recomendando leer a Martin Wolf, excelente macroeconomista y conocedor de mercados ([ver esta nota](#)). Según él, la fuerte corrección del mercado Chino desde valuaciones muy elevadas no es la principal amenaza. El mayor peligro viene por el lado de una brusca salida de capitales y el desbalanceo de su economía (poco consumo mucha inversión). Lejos de ser optimista, tampoco vaticina una crisis de endeudamiento o crediticia. El país viene manejando las dificultades crediticias y cambiarias relativamente bien debido a su baja apertura de capitales y gracias a sus cuantiosas reservas.

Mientras el gigante asiático sea capaz de estabilizar su tasa de crecimiento, los commodities deberían estar más cerca de sus pisos que de sus techos y los emergentes podrían continuar creciendo, aunque a un ritmo más moderado en relación a la formidable década

pasada. Las recientes estimaciones del FMI y del Banco Mundial dan un crecimiento para el 2016 muy cercano al 2015 (cerca del 3%). Si bien es cierto que en los últimos meses todas las estimaciones se corrigen a la baja, tampoco convalidan el escenario caótico.

El petróleo y los riesgos asociados

El crudo se encuentra en niveles impensados. Hasta hace algunos meses, ni las estimaciones más pesimistas lo ubicaban en los niveles actuales. A la fuerte tendencia bajista del último año y medio, ahora le sumamos el miedo al enfriamiento global, la reaparición de Irán como un fuerte participante en el mercado y el miedo a que la capacidad de almacenamiento se acerque a su límite y se tengan que salir a reventar los inventarios. Obviamente a esto hay que sumarle que en nuestro hipotético escenario de caos, el dólar se fortalecería poniendo aún más presión bajista sobre el crudo. También está el otro escenario, donde el crudo comienza a revertir la tendencia bajista de precios ya que el mercado se adelanta a una menor oferta, que más tarde o más temprano llegará producto de la caída en la actividad de perforación y exploración de los últimos meses.

Hay otra cuestión fundamental. Muchas empresas ya acumulan varios trimestres de resultados negativos y comienzan a tener problemas para refinanciar sus deudas a tasas sostenibles, sobre todo las más pequeñas y apalancadas. Será clave que los posibles defaults de empresas energéticas no se extiendan más allá del propio sector.

Por último, como muy bien explica [en esta nota Krugman](#), una caída del crudo puede resultar expansiva dado que se abaratan los costos de la energía, las empresas mejoran sus márgenes y sube el ingreso disponible de las familias. Pero el actual desplome es tan brutal que podría provocar eventos crediticios y de liquidez muy dañinos para los productores, contrarrestando los efectos benignos.

Los balances y las valuaciones

La caída de las Bolsas a nivel global puede encausarse en dos dinámicas bien distintas. La primera, es que estamos empezando una nueva

tendencia fuertemente bajista, un escenario parecido al 2009. La velocidad y magnitud en la caída con la que arrancamos el año despertó el fantasma de una nueva crisis cuando recién nos estamos recuperando de la anterior. La segunda perspectiva es que el mercado está corrigiendo una larga y espectacular racha alcista, donde la Bolsa escalaba mucho más rápido que la economía. Algo hasta deseable si tomamos las altas valuaciones en algunos mercados, como el americano o chino. Las ganancias corporativas vienen en caída, con lo cual la única forma para corregir las valuaciones, o incluso para mantenerlas, es que los precios bajen.

Resumiendo

La dinámica de las últimas semanas reaviva los fantasmas de un escenario caótico, mientras las proyecciones económicas convalidan el segundo escenario, un mundo no muy distinto al 2015. De presentarse este último, los precios tendrán que recuperar terreno. En el medio de ambos escenarios, citando nuevamente a Martin Wolf, estamos ante una posible desaceleración mundial significativa, algo más cercano a una recesión global pero nada como la crisis de 2008-2009. Esta misma idea que no estamos frente a otra crisis la comparte Nouriel Roubini ([ver entrevista](#)), cuya opinión remarco dado que si algo no suele tener es optimismo.