

From: Martin Anidjar <manidjar@baffinadvisors.com>
Subject: Baffin Update - La caída de ayer
Date: August 5, 2011 9:09:43 AM EDT
To: Martin Anidjar <manidjar@baffinadvisors.com>

Estimados,

El mercado de acciones de USA cayó ayer casi 5% (muchos cayeron más que eso), haciendo que la caída llegue a más de 10% en casi 2 semanas. Aunque muchos períodos de mercados en alza contienen episodios con correcciones de esta magnitud, la velocidad con la que ocurrió en estos días, y el panorama internacional, amerita unas líneas. Este texto fue escrito anoche, sin el beneficio de los datos del mercado laboral de USA de esta mañana, que muestran la economía continua mejorando, despacio, pero mejorando.

La primera pregunta es si estamos al comienzo de un 'bear market' más prolongado, o si éste ha sido el último coletazo de una corrección dentro de un mercado más estable. Repasemos algunas ideas en formato conciso:

Economía global:

- G7 vive una desaceleración sin señales de mejora (excepto los datos laborales de USA de esta mañana), sino que la mayoría de los pronósticos han sido ajustados hacia la baja. Es importante entender que por ahora los pronósticos económicos son de menor crecimiento (a niveles mediocres) para el G7, pero no de recesión aun. El crecimiento económico en el mundo desarrollado para el 2011 se espera en torno al 1.5%, y 2.3-2.5% para el 2012.
- el mundo emergente mantiene tasas de crecimiento elevadas en términos históricos y en términos relativos al G7, con pronósticos de 6% para el 2011 y 2012. Las caídas de sus mercados de acciones en los últimos meses se ha debido más a la inflación en tales países que al crecimiento o falta de. Es decir, los inversores vieron en la inflación en esos países la amenaza de un fuerte esfuerzo de enfriamiento económico por parte de las autoridades monetarias. Hoy en día, los ciclos de aumentos de tasas de muchos de los emergentes parece estar llegando a su fin, dado el contexto internacional y el perfil de la inflación en esos países.

¿Es posible que el mercado se adelante a los pronósticos económicos y los datos, viendo una recesión en el G7, que arrastre (parcial o totalmente) a los emergentes, y por ende, estamos recién al principio de una corrección mayor? El mercado suele ser un predictor de recuperaciones económicas, y con ese argumento, podría serlo de recesiones. Pero no hay aun datos económicos en los que uno pueda apoyarse para asignarle una probabilidad concluyente a una recesión internacional. **Nos inclinamos a pensar que esta caída del mercado se debe más a las debilidades políticas demostradas en USA y Europa a raíz de las últimas decisiones fiscales, como también a la conclusión de gran parte de las políticas de estímulo económico.** Mas sobre estos dos mas abajo.

Los 3 factores de riesgo:

Los tres grandes factores de riesgo han sido: a) el precio del petróleo y las crisis en el Medio Oriente; b) la crisis institucional del euro a raíz de los problemas fiscales de los países periféricos; y, c) el debate fiscal en USA, y el ruido político alrededor de la necesidad de votar un aumento del techo de emisión de deuda gubernamental.

Con respecto al precio del petróleo, aunque las transiciones políticas en el Medio Oriente no estén siendo prolijas u ordenadas, el precio del petróleo ha bajado, y aparte de Iran, los países productores importantes no parecen tener grandes fenómenos que los vaya a alterar en su capacidad de proveer petróleo al mundo. Es un riesgo latente, pero no es el gatillo de esta caída de los mercados, claramente.

Europa sí es un problema hoy en los mercados, aunque los anuncios de fin de Julio fueron un paso en la dirección correcta. Ese paso en la dirección correcta (aceptar la posibilidad de reestructuración de deuda en Grecia, y flexibilizar el uso de su fondo de rescates), las medidas anunciadas y el tamaño del fondo de rescate son insuficientes. En pocas palabras, para realmente lograr aislar a España e Italia del contagio que podría producirse por la reestructuración de deuda en Grecia, se necesita una mayor capacidad de intervención de tal fondo en el mercado de deuda de España e Italia, o una integración fiscal mayor. La conjunción de una estructura institucional subyacente al euro que requiere de profundas reformas para ser sustentable y consistente con una unión monetaria, con la realidad política de los países miembros y la necesidad de coordinar tantos países, hace que el horizonte para la eurozona sea al menos complicado. Nuestro relativo pesimismo con respecto a Europa se debe a la complejidad de las reformas institucionales necesarias, combinada con la complejidad política de llevar adelante tales reformas.

El caso de la deuda de USA es diferente al desafío que enfrenta Europa. Estados Unidos tiene un sistema político federal, con un debate establecido sobre los ajustes de gastos e impuestos necesarios. El debate fue cacofónico en el caso del techo de la

deuda la semana pasada, pero lo importante de apreciar es que es un sistema político que hoy ya tiene el contenido necesario para producir los cambios necesarios sin alterar instituciones constitucionales. En términos conceptuales, el problema es mucho más simple, aunque las magnitudes sean billonarias y algunas reformas sean históricas (Medicare, Medicaid, defensa, etc.), pero son factibles dentro del sistema institucional actual, y hay precedentes de cambios similares en el pasado.

La política es uno de los problemas

En el caso de USA, el factor político es quizás hoy el más importante. El debate sobre el techo de la deuda ha dejado al Presidente Obama muy dañado, dado que lo único que pudo hacer por 2-3 semanas hasta el voto es ceder ante la intransigencia del Tea Party (que logró forzar al partido republicano a una posición inamovible). Aunque el acuerdo terminó siendo votado por el centro del espectro político (sin el voto de los extremos de la derecha y la izquierda de USA), la situación llegó al límite que llegó por la intransigencia del Tea Party. Por ende, a 15 meses de las elecciones presidenciales estamos con un presidente flagelado por ese acuerdo y una economía que no repunta. Nos animamos a decir que parte de la caída de los mercados se debe a este factor político, dado que el mercado no ve cómo un gobierno semi-jaqueado en el corto plazo pueda reaccionar positivamente con medidas pro-crecimiento, que igualmente están limitadas por la situación fiscal.

En el caso de Europa la política es quizás el quid de la cuestión, dado que las reformas institucionales necesarias para darle sustentabilidad y credibilidad al euro y a la deuda de los países más grandes requieren de decisiones políticas corajudas y muy complejas. En el caso de Europa, el debate entre los líderes (o en cada país) no contiene los elementos necesarios para solucionar las fallas institucionales del euro. Se necesita una reforma de la esencia de un sistema económico relativamente nuevo. El cambio necesario es casi fundacional, sin precedentes, y que requiere la coordinación de numerosos sistemas políticos.

La política, la falta de liderazgo en el G7 es claramente un problema en la economía global hoy, y justifica menores múltiplos en los mercados. No necesariamente ventas a niveles como los del cierre de hoy, sino una postura cautelosa y consiente de los riesgos que estos fenómenos generan.

Liquidez internacional

¿Puede todo esto justificar la caída de las últimas dos semanas? ¿Mas aún, puede justificar que el mercado siga cayendo? Como gran parte de las preguntas sobre los mercados en el muy corto plazo, es difícil de contestar con seguridad. Pero nuestra opinión es que el cuadro descripto hasta aquí no es suficiente para justificar mayores caídas desde los niveles a los que llegamos hoy. Obviamente uno o dos días con caídas es siempre factible, pero a lo que nos referimos es que otro 10% no puede justificarse con el cuadro descripto. El sector privado del G7, como también del mundo emergente, no solo goza de una notable sanidad contable, sino que mantiene ganancias crecientes. Vivimos una fuerte dicotomía entre el panorama del sector público del G7 versus el sector privado.

La única explicación que le podríamos encontrar a un pronóstico de un 'bear market' que recién comienza es una basada en la relevancia del estímulo gubernamental del G7. Es decir, que los mercados se habían recuperado como lo hicieron desde Marzo del 2009 en gran medida como consecuencia del estímulo inyectado por los bancos centrales del G7 y acompañado por el resto del mundo hasta no hace mucho tiempo. Tal teoría diría que las autoridades monetarias del G7 han llegado al límite de lo que pueden hacer (de hecho, algunos de los mecanismos usados por la Fed han llegado a su fin recientemente), y los recientes acuerdos fiscales en cada lado del Atlántico marcan el fin de cualquier estímulo fiscal dado que empiezan los ajustes. En otras palabras, que las políticas expansivas, que generaron un fuerte aumento de la liquidez internacional (especialmente el lado monetario), están llegando a su fin y podría verse una retraída. Esta interpretación es una especie de teoría sobre una posible burbuja creada por el estímulo monetario del G7. Es una teoría plausible. Pero la verdadera contracción está del lado fiscal, y no es en el corto plazo. La mayoría de los ajustes en el G7 son graduales. De hecho, en Italia se empezó a discutir hoy la posibilidad de acelerar el ajuste que se había votado hace pocas semanas, como una forma de generar un shock de confianza. En el caso de USA el ajuste acordado es muy lento y aun menor. Del lado monetario, es verdad que el estímulo monetario no crece con el QE2 habiendo llegado a su fin. Pero tampoco está en contracción. Ninguna autoridad monetaria planea eliminar los mecanismos, o vender lo adquirido como parte de la expansión. Por ende, esta teoría es solamente plausible, pero aun no una realidad cercana. Es muy probable que QE2 haya tenido un efecto en los mercados y commodities, pero difícilmente justifica ahora caer en un 'bear market' mayor a las caídas ya sufridas.

Hasta aquí la parte macro de la liquidez. En términos micro y de operatoria en el mercado, es importante tener en cuenta que el 2011 ha sido un año complicado para segmentos importantes de los inversores. La mayoría de los Hedge Funds (como lo muestran los índices que los agrupan) han perdido durante el 2011, antes de días como hoy. Algunos fondos grandes han tenido pérdidas importantes. Al mismo tiempo, los bancos conviven con menores ganancias de trading, menores transacciones, y el riesgo de mayor regulación. En Europa, el sistema financiera empieza a hacer los cálculos de las pérdidas que tendrá que solventar por la reestructuración de Grecia pedida por la EU (y a provisionar quizás por los subsiguientes países que requieran tratamiento similar).

Conclusión

Días como ayer se caracterizan más por decisiones parecidas al pánico que por conclusiones racionales. Aparte del S&P500 habiendo caído casi 5% en un día, hubo empresas globales como Dow que cayeron 10% en el día. No son días para tomar grandes decisiones. Pero sí hay que evaluar si es el comienzo o el fin de un movimiento importante. Dado los argumentos repasados arriba, pensamos que sería una sobre-reacción usar este día para embarcarse en una reducción importante rápidamente. No descartamos que haya que reducir la exposición a acciones y commodities. En acciones ya estamos en niveles conservadores (30-40% versus una asignación típica tradicional de 60% para portafolios globales), pero si el mercado está realmente siendo un buen pronosticador de la economía global, una recesión justificaría menor exposición a algunos sectores de acciones, especialmente commodities, a favor de deuda emergente y de gobiernos desarrollados fuera del G7 de corto plazo (plazos no mayores a 2020, preferiblemente 2018). La idea esencial hoy es mantener la mirada en el mediano plazo, mirar los portafolios en el marco del escenario más probable para las próximas semanas o meses, y no días.

Espero sea de interés. Cualquier comentario o duda, como siempre, esperamos su llamado o email.

Martin Anidjar

Baffin Advisors LLC

Tel. (914) 371-2992

Fax (914) 371-6742

Email manidjar@baffinadvisors.com

Web www.baffinadvisors.com