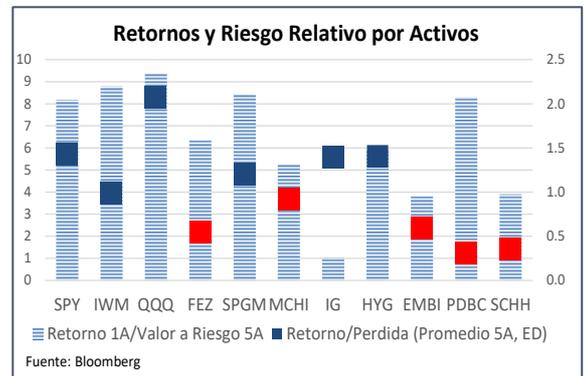
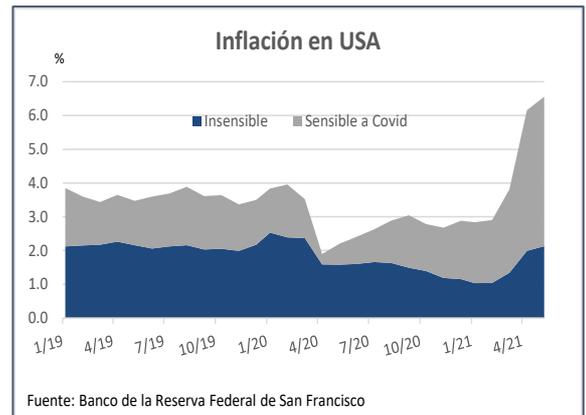
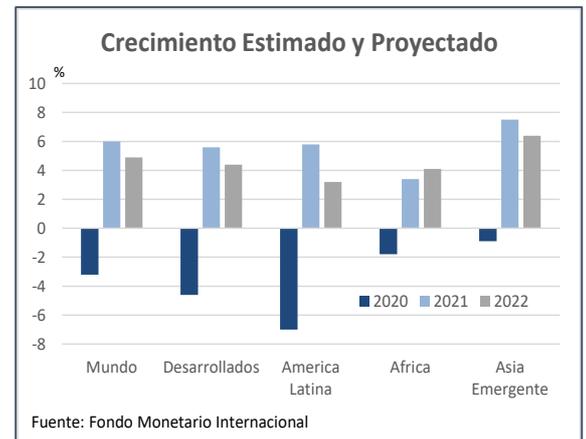


3 de Agosto de 2021, Vol 1, #1

Tendencias globales que definen retornos relativos

- Macro driver I.** La erosión dejada por el Covid exige un estímulo sostenido, aun a pesar de los riesgos inflacionarios de corto plazo. La recuperación global continuará, pero será regional y sectorialmente desincronizada, con importantes presiones inflacionarias puntuales. Tal dinámica favorece las acciones de compañías líderes, con capacidad de preservar márgenes.
- Macro driver II.** El exceso de ahorro mundial es estructural y se ha consolidado durante la pandemia. Esta realidad perpetúa las bajas tasas de interés y revaloriza activos por simple descuento temporal de la renta esperada.
- Micro driver I.** La epidemia solo exacerbó la concentración del progreso tecnológico preexistente, anticipando más generación desigual de ingreso y poder de mercado, validando parcialmente algunas valuaciones aparentemente exageradas de los "destructores creativos".
- Micro driver II.** Los esfuerzos de descarbonización lucen descoordinados, afectando por ahora más la oferta de combustibles fósiles que su demanda. La confirmación de "convicción" política por descarbonización puede agravar tal desbalance. Además de revalorar por escases la energía convencional, este eventual nuevo "shock petrolero" dividirá potenciales ganadores y perdedores, y reforzará algunas presiones inflacionarias subyacentes.
- Respuestas de política I, II, y III.** La asincronía del crecimiento impulsará un desarme extremadamente prudente de los estímulos monetarios. Así mismo, la emergencia de nuevos impuestos contra la concentración tecnológica y la desigualdad creciente será de implementación gradual. Y un coordinado gravamen al carbono debiera ser de introducción escalonado, preservando su efecto, pero morigerando su impacto sobre la recuperación y la inflación.
- Argentina.** un exceso de pesos que ya supera el 5% del PBI seguirá poniendo presión en las variables nominales y el dólar. Su contención solo será posible de mediar un acuerdo programático con el FMI, que hoy parece más una expresión de deseo que realidad.



I. Políticas de estímulo sostenidas

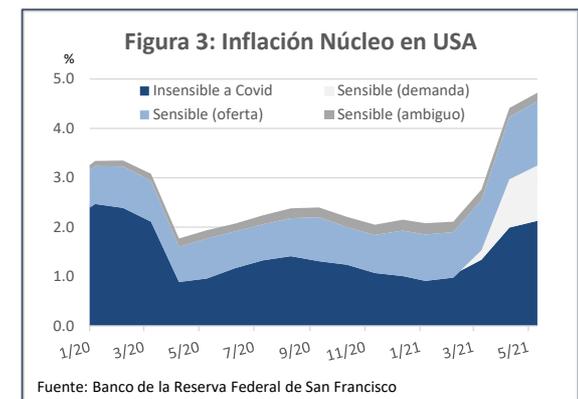
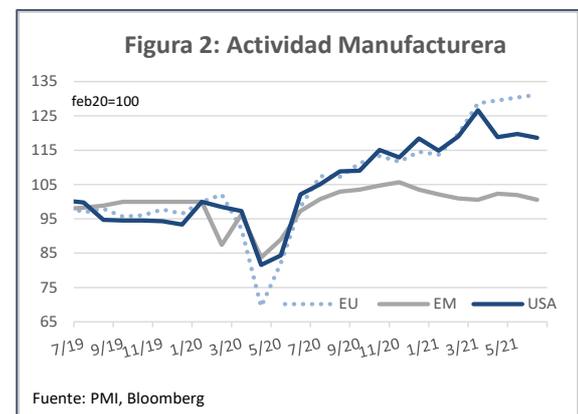
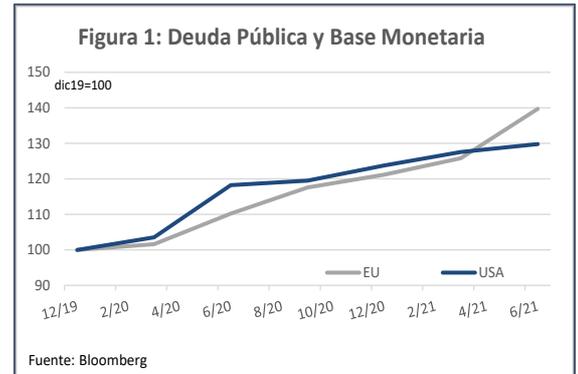
La parálisis económica que generó la pandemia Covid fue eficazmente enfrentada con enérgicos programas de estímulos fiscales y monetarios. En las principales economías del planeta se gastó entre 6 y 12 puntos del respectivo PBI en programas directos, y se duplicaron los recursos monetarios disponibles (**Figura 1**). Como resultante, la recesión que comenzó a principios del 2020 fue una de las más cortas de la historia, y la recuperación global ya se comenzaba a sentir a pocos meses después.

Sin embargo, las diferencias en recursos sanitarios y económicos han resultado en una reversión económica descoordinada y desigual (**Figura 2**). Por ello y por el impacto remanente en el mercado laboral casi sin excepciones, es esperable que el estímulo excepcional de políticas macroeconómicas siga por un buen tiempo, aun a pesar de los riesgos inflacionarios de corto plazo.

Los números de inflación de los últimos meses has sido reveladores, pero no necesariamente sorprendentes. La recuperación en la demanda global viene fortalecida por los anabólicos de las políticas públicas, mientras la oferta todavía sufre de los condicionamientos sanitarios y las limitaciones de movilidad que el virus sigue imponiendo (**Figura 3**). Y aunque este desbalance debiera ser transitorio, bien puede prolongarse más de lo esperado, y contaminar una estabilidad de precios que hasta hace poco parecía sólo amenazada por deflación.

De todos modos, las referencias disponibles en el mercado, comparando tasas reales con nominales en *USA* por ejemplo, sugieren que la credibilidad de la Reserva Federal sigue intacta, y que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen estables (**Figura 4**). Esta credibilidad no solo implica el reconocimiento del interés político por preservar la estabilidad nominal, sino también la capacidad analítica y ejecutiva para conseguirlo. La repercusión de las últimas señales emitidas por la FED corrobora tal percepción: el mensaje relativamente *hawkish* de junio empujó hacia arriba las tasas cortas, pero en la dirección opuesta las tasas largas (**Figura 5**).

La reubicación pendiente de casi 7 millones de trabajadores desplazados por la pandemia en la economía americana sigue siendo el principal incentivo para que la *FED* mantenga su delicado balance de fuerte estímulo aún a pesar de presiones inflacionarias crecientes (**Figura 6**). Y el impacto de nuevas cepas, o simplemente mayores retrasos a los esperados inicialmente para lograr una futura normalidad son las amenazas latentes que mantienen vulnerable la recuperación total. Esa fragilidad económica es mucho más evidente y trascendente en países emergentes, que todavía están lidiando con la obtención de las vacunas necesarias para lograr mayor inmunidad y no cuentan con los recursos asistenciales que las principales potencias tienen.



II. Exceso de ahorro perdurable

Tendencias demográficas, concentración en la generación de ingreso, y mejoras en la liquidez de los mercados son los principales factores detrás de un exceso de ahorro global que sigue tan vigente como antes del Covid. Un estadístico suficiente de esa tendencia es la continua caída de distintas definiciones de tasa real de interés. La **Figura 7** muestra la tasa implícita de los *TIPs* americanos genéricos de 10 años, bonos ajustados por inflación.

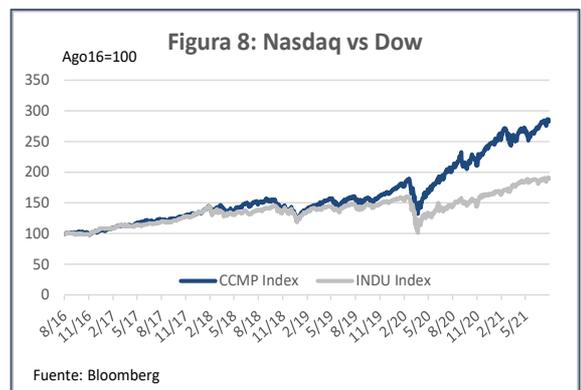
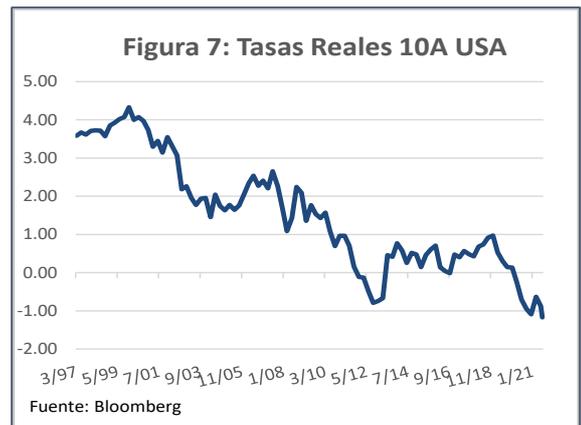
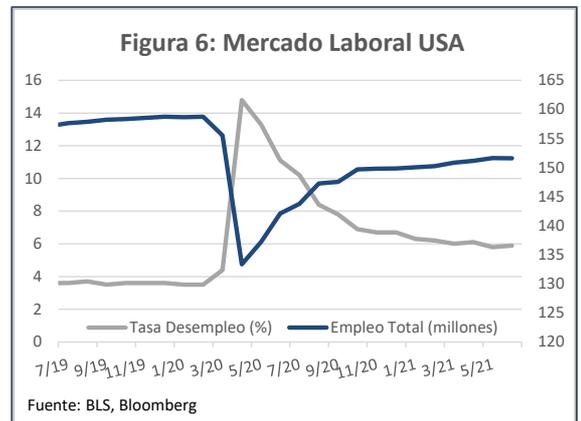
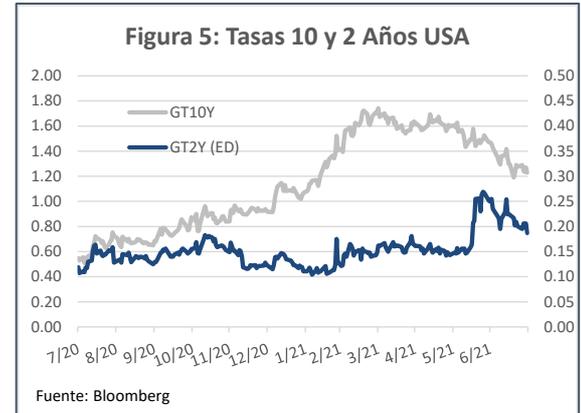
Algunos observadores educados, como Olivier Blanchard, argumentan que mirar la tendencia de tasas reales solamente a partir de 1985 puede ser engañoso, porque en parte refleja la política anti-inflacionaria de los 80s. Pero el mismo Blanchard reconoce la trayectoria de más largo plazo, perfectamente documentada en un trabajo reciente por Paul Schmelzing, donde calcula que esa tendencia ha sido de -2.29 puntos básicos por año desde Napoleón (1820), aunque su comienzo se remonta al siglo XIV, o desde que se tiene evidencia corroborable.

En el margen, la incertidumbre y los cambios de costumbres que acompañaron al Covid, más las transferencias ofrecidas para paliar su consecuencia en los países centrales, sólo han exacerbado ese excedente de ahorro global. Parte de ese ahorro precautorio es transitorio, pero definitivamente nada substancial ha cambiado para que la caída de las tasas reales observada en los últimos años se revierta más allá de lo estrictamente cíclico.

III. Avance tecnológico concentrado

La pandemia también generó una necesidad creciente por tecnología adecuada, reforzando una realidad pre-existente, donde la preeminencia tecnológica ya favorecía la concentración de mercado y perpetuaba ese mismo liderazgo en el progreso tecnológico (**Figura 8**). Tal concentración en la generación de ingreso ya estaba identificada como uno de los factores asociado al exceso creciente de ahorro global. Las invenciones más recientes han generado una renta extraordinaria sin necesidad de demandar grandes inversiones en capital físico. En promedio, las compañías líderes de hoy valen 10 veces lo que valen los adalides de la tecnología precedente (por ejemplo, autos y bienes de capital), tienen ventas similares, pero invierten la mitad en bienes e infraestructura física.

Siguiendo una caracterización ampliamente difundida, la primera revolución tecnológica usó el agua y el vapor para mecanizar la producción de bienes. La segunda utilizó la energía eléctrica para masificar esa producción. La tercera manipuló la electrónica y la tecnología de la información para automatizar la producción. Y sobre esa última tecnología y la revolución digital asociada, los nuevos avances se caracterizan más por la inteligencia artificial y la fusión de tecnologías, que potencian los alcances a velocidades y logros nunca vistos. Es decir, que el liderazgo que se construyó sobre las



nuevas iniciativas técnicas han simplemente fortificado los liderazgos preexistentes, intensificando la concentración de los avances tecnológicos y del poder de mercado (**Figura 9**). La sinergia creciente de las innovaciones actuales aumenta las rentas futuras y explica en cierta forma la revaloración extraordinaria de algunas empresas (entre tanta literatura disponible, el libro “*The second machine age*” de E. Brynjolfsson y A. McAfee es una entretenida descripción de la exponencial potencia de los últimos avances científicos).

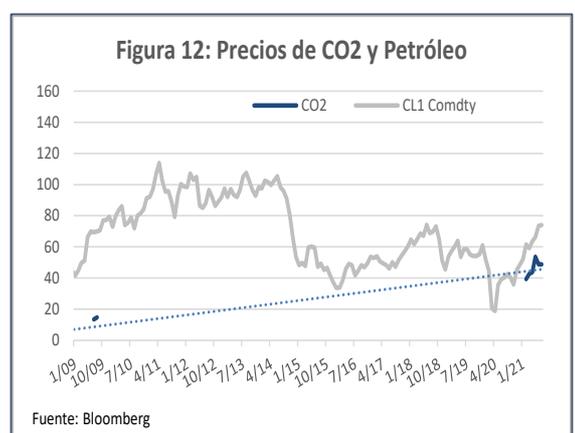
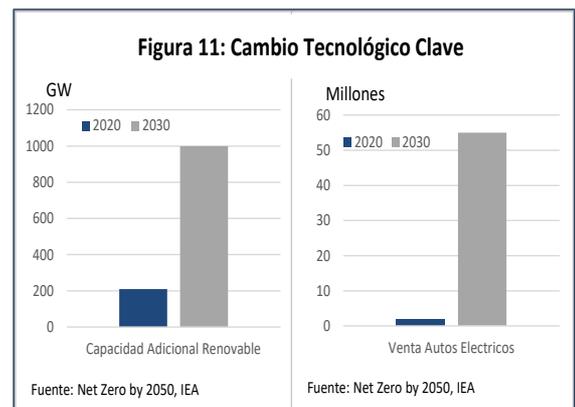
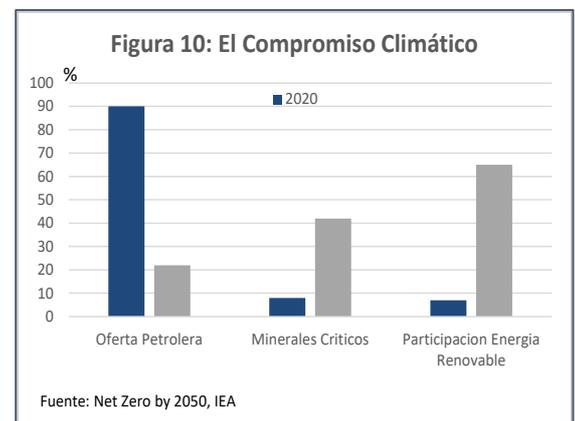
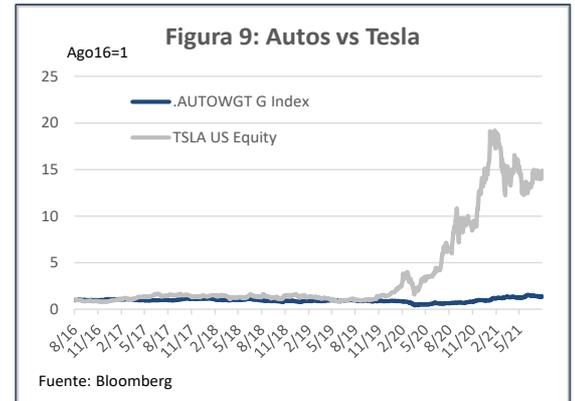
IV. Algunas implicancias de una descarbonización creciente

La innegable evidencia que el cambio climático requiere una reacción apropiada ya ha logrado múltiple expresiones y lineamientos de política. Un total de 120 países (representando 70% de las emisiones globales) planea ser neutral climáticamente para el año 2050, o producir cero emisiones de gases de invernadero. El presidente de USA Joe Biden abrió el último *climate summit* el 22 de abril del presente anunciando un nuevo compromiso para 2030, de cortar la emisión de *greenhouse gases* a 50% del nivel alcanzado en 2005. La Unión Europea ratificó el 14 de julio que acelerará la reducción mínima de gases de invernadero deseada para el 2030, de 40% inicialmente planeada a 55% (esta meta es con respecto a 1990, o 30 puntos porcentuales sobre la reducción de 25% alcanzada al 2020).

El sector petrolero tiene un rol fundamental en el éxito de estas metas. La industria genera 9% del total de las emisiones objetables directamente, y otros 33% a través de los combustibles que se refinan. De acuerdo a un trabajo reciente de la Agencia Internacional de Energy (*IEA*) las metas para 2050 requieren una secuencia de logros desafiantes, comenzando inmediatamente por la cancelación de cualquier nuevo proyecto petrolero, gasífero o carbonífero, 50% menos demanda de gas al 2030, 50% menos demanda de petróleo para el 2035, 60% de automóviles eléctricos para 2030 (hoy representan sólo un 5%), y terminar con la producción de autos a combustión para 2035 (**Figuras 10 y 11**).

El mismo informe de la *IEA* calcula que la inversión anual en *clean energy* debiera cuadruplicarse en los próximos 10 años, representando gastos de infraestructura por USD1000 mil millones anuales (a precios constantes), o 4 veces la inversión observada en el último quinquenio. Esa misma transición energética requerirá casi 7 veces la cantidad de minerales críticos que se utilizan hoy, en particular de cobre, cobalto, magnesio, y otros metales raros.

Los compromisos oficiales sumados a la creciente presión social por concientización del tema climático ya han resultado en anhelosos planes de control anunciados por casi todas las grandes compañías de petróleo. Sin embargo, las mismas empresas no proyectan reducir su producción de petróleo en línea con lo estimado por la *IEA*. Los esfuerzos de las compañías están más concentrados en reducir el



el *carbon intensity* de sus procesos, y utilizar técnicas no desarrolladas plenamente para remover el CO2 del aire.

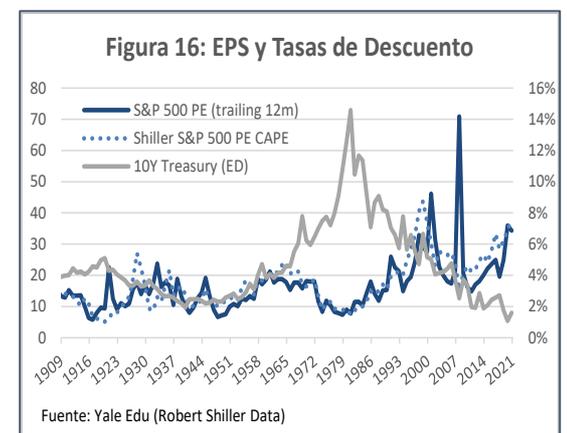
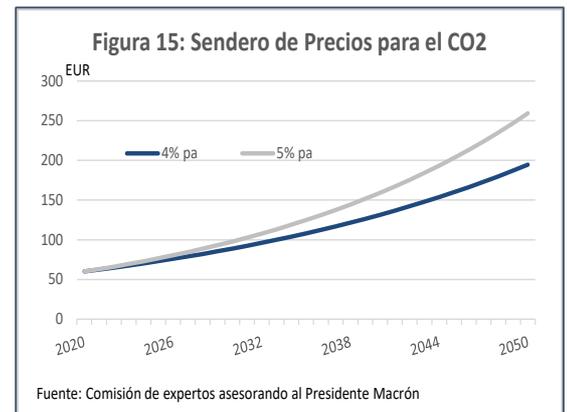
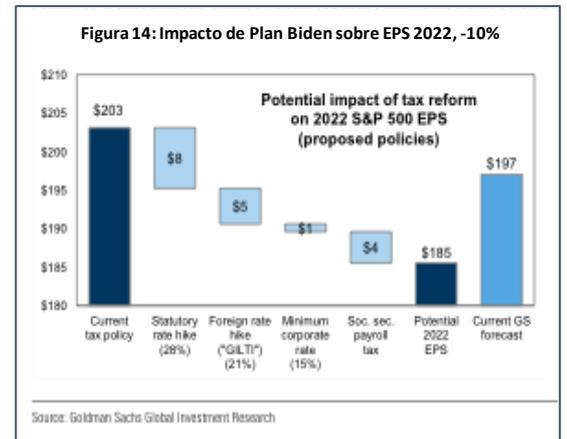
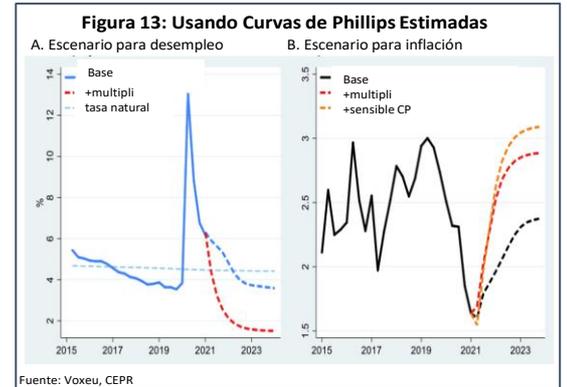
Aunque existen dudas sobre la real ejecución de una agenda como la explicitada por la *IEA*, los compromisos oficiales se siguen sumando, y las metas debieran volverse más vinculantes a medida que pasa el tiempo. El precio de CO2 (**Figura 12**) refleja en parte esa dinámica, hoy 5 veces su valor de 2008. A pesar de ello, los principales agentes de esa transformación trascendental, compañías y consumidores, no parecieran estar totalmente preparados. Alternativamente, el precio del petróleo actual no manifiestan ser lo suficientemente diferente al de las energías verdes como para acelerar un cambio en la dirección requerida.

Las implicancias de tal agenda para los mercados son múltiples. Esta promueve el desarrollo de energías alternativas y revaloriza los minerales necesarios para tal transformación. También fomenta un esfuerzo mayúsculo en infraestructura. Y rápidamente se debiera reflejar en una reducción significativa en la oferta de energía fósil. El riesgo es que tal retracción de la oferta sólo este acompañada por la demanda una vez que los precios relativos lo incentiven y no antes.

V. Presiones políticas y oportunidades de inversión

Una débil sincronización en la recuperación global, más el mercado rezago en la recomposición del mercado laboral americano, condicionará el desarme de los estímulos fiscales y monetarios, particularmente en *USA* y *Europa*. La *FED* y el *ECB* no pueden hoy arriesgar una nueva retracción sobre una demanda por empleo, todavía frágil, simplemente por ansiedad normalizadora. Ni el riesgo inflacionario de corto plazo debiera ser motivo suficiente para un cambio relevante en el la postura de política monetaria (**Figura 13**). Claros indicios de problemas en la oferta corroboran, al menos parcialmente, la transitoriedad de la aceleración inflacionaria reciente. Y los dos bancos centrales tienen todavía todas sus credenciales incólumes para ir modificando su rumbo paulatinamente y sólo a medida que la evidencia lo exija.

En un contexto de creciente desigualdad en el crecimiento económico y en la generación del ingreso, es esperable una presión política en aumento para introducir nuevos impuestos a la riqueza y a los poderes concentrados de los nuevos líderes tecnológicos. La **Figura 14** muestra la estimación según Goldman Sachs del impacto potencial que la sugerencia impositiva del *President Biden* en campaña podría tener sobre las ganancias corporativas. Sin embargo, la vulnerabilidad de la actual recuperación económica, ya mencionada, también debiera ser un amortiguador de cualquier medida radical. La cicatrización final del tejido económico a la lesión creada por la pandemia requiere de un mercado financiero pujante, o al menos estable por un buen período de tiempo. Y las principales compañías tecnológicas hoy tienen una representación más que significativa en el universo relevante.



Un avance rápido en la implementación de alguna nueva carga impositiva al carbono debiera ser la reacción de política que menos resistencia enfrente en los próximos meses. En realidad, esa ha sido una de las recomendaciones de la comisión de notables que asesora al presidente Francés, y pareciera haber bastante consenso entre los especialistas. De todos modos, la introducción de tal carga sobre los emisores de carbono se estima escalonada, a fin de morigerar su impacto sobre la recuperación y la inflación, pero preservando su poder de *signaling* sobre los precios a futuro (**Figura 15**).

En síntesis, las tendencias demográficas, la dinámica de concentración del ingreso y el liderazgo tecnológico, y la misma fragilidad del equilibrio financiero actual, parecieran todavía fomentar la toma de riesgo financiero. Las valuaciones de los distintos activos pueden ser muy elevadas, pero favorecidas por bajas tasas, y en algunos casos preservando un gran potencial (**Figuras 16 y 17**).

La perspectiva de bajas tasas de interés extendiéndose en el tiempo favorecen al mercado accionario por sobre la renta fija. En realidad, el simple mantenimiento de bajas tasas de descuento permite justificar una buena parte de las valuaciones actuales. Las acciones, además, en particular en aquellas compañías que preserven poder de *pricing*, representan una buena protección contra el riesgo inflacionario. Sectores como la biotecnología o farmacia, también ofrecen un vehículo para apostar al desarrollo tecnológica con precios de entrada más atractivos que las líderes tecnológicas (**Figura 18**). La infraestructura o las fuentes de energía alternativa, también parecieran ser beneficiarias de las perspectivas señaladas.

En este contexto, las materias primas también parecieran ofrecer valor relativo (**Figura 19**). Su falta de *carry* se compensa con su capacidad de reservar valor en un contexto inflacionario. Y su sensibilidad frente al proceso de descarbonización discutido ofrece otra dimensión de revalorización futura. Dependiendo de la perspectiva sobre la posible implementación de algún tipo de impuesto al carbono, el sendero de precios para los combustibles fósiles bien puede ser experimentando una apreciación inicial, independientemente del cambio tecnológico promovido.

Sin embargo, la recuperación económica desigual y los resabios de la pandemia en las economías emergentes agregan un componente de riesgo regional que no necesariamente esta bien incorporado en las cotizaciones actuales, en parte camuflado por la abundancia de liquidez global. Los balances soberanos se han debilitado notablemente en los últimos 18 meses, reduciendo la capacidad de respuesta a los shocks, y exponiendo a los países regionales a un crecimiento más moderado y frágil (**Figura 20**).

VI. Argentina: muchos pesos para pocas reservas

La pandemia y la escasa voluntad/capacidad administrativa del gobierno condujeron a un fuerte aumento del déficit fiscal el año

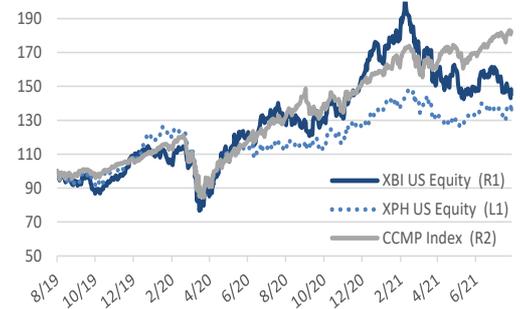
Figura 17: Sensibilidad de EPS a la Tasa

Tasa	P/E
10%	16.06
7%	20.00
5%	23.51
3%	28.07
1%	34.05

En el período 1985-2000 la tasa nominal promedio fue 6.98%, el P/E 20.3, y el CAPE 23.6

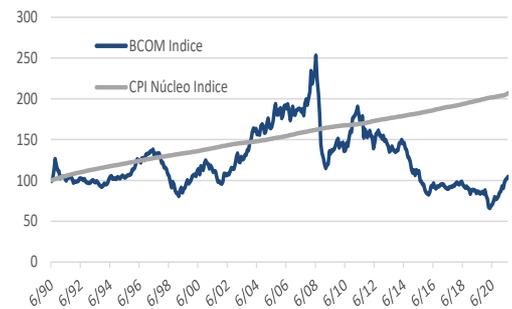
Fuente: Cálculos propios en base a Bloomberg

Figura 18: Alternativas Tecnológicas



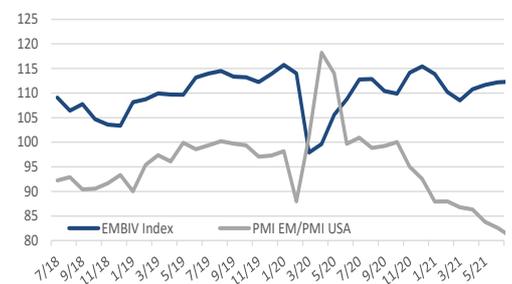
Fuente: Bloomberg

Figura 19: Commodities e Inflación



Fuente: Bloomberg

Figura 20: EMBI y Actividad Relativa



Fuente: Bloomberg

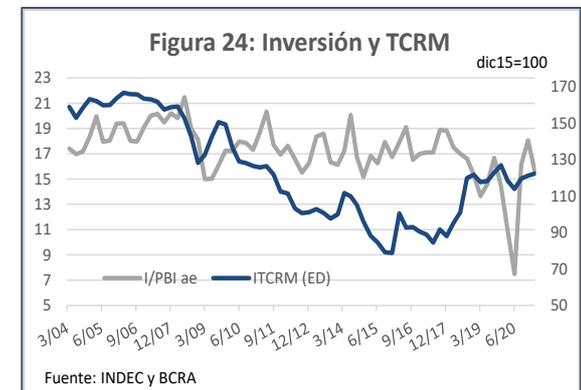
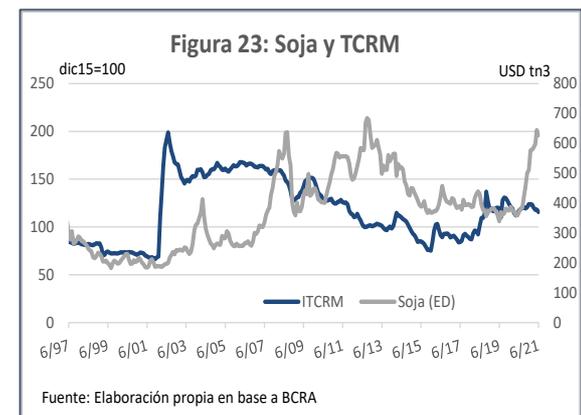
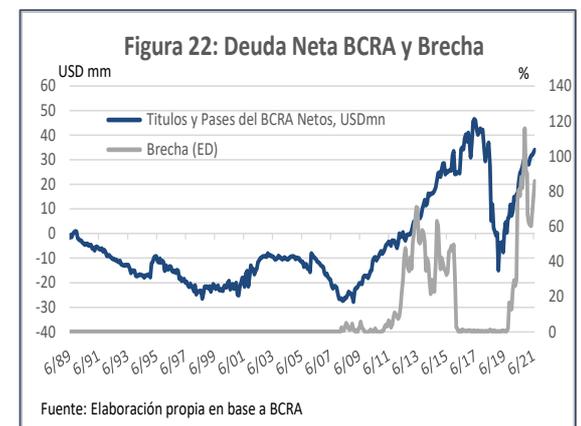
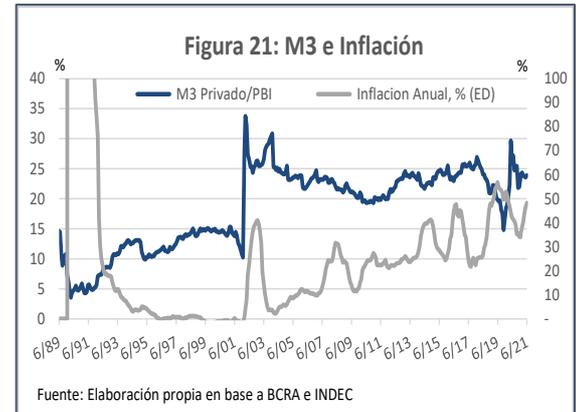
pasado, y a una parálisis económica similar a la de la crisis de la convertibilidad. Asimismo, un ajuste concentrado mayormente en los ingresos, con un tamaño del estado alcanzando nuevos récords, y una batería de controles directos sobre la actividad financiera y económica, generaron fuerte desconfianza, materializada por una fuerte caída de las reservas internacionales y la inversión real.

La combinación de esa realidad con un masivo financiamiento monetario del desbalance fiscal 2020 llevó a que las reservas internacionales sólo cubrieran 4% de los agregados monetarios en sentido amplio (M3), contra 23% promedio en los últimos 20 años. En otras palabras, si se supone una demanda por pesos estable, igualmente discutible con una inflación orillando el 50% anual, el exceso de pesos actual respecto de la media en los últimos años es de por lo menos 5% del PBI o unos 20,000 millones de dólares equivalentes, lo que en parte explica el régimen de alta inflación presente (**Figuras 21 y 22**).

En los últimos meses el gobierno ha sido capaz de estabilizar tan delicada situación gracias a un manejo extremadamente prudente de las cuentas fiscales, la extraordinaria ayuda del precio internacional de la soja, y la bendita decisión del FMI de aumentar su capital y distribuir ese aumento entre los países miembros (**Figura 23**). La necesidad del gobierno de preservar estabilidad hasta las elecciones de medio término también contribuyeron con la reciente tranquilidad.

Pero la perspectiva luce extremadamente desafiante. La carga impositiva alta y las numerosas restricciones a operar cualquier negocio no contribuyen a esperar una recuperación significativa de la inversión y el empleo. El tipo de cambio luce competitivo en retrospectiva, pero no pareciera ser lo suficiente para aumentar el nivel de inversión (**Figura 24**). Mientras el exceso de pesos amenaza constantemente la estabilidad nominal, manteniendo una inflación con un piso cercano al 50% anual. Corregir los desequilibrios actuales parecieran ser una condición necesaria para simplemente evitar un deterioro económico sostenido. Y un ancla institucional, a través de un acuerdo con el FMI después de las elecciones, otro ingrediente fundamental.

Lamentablemente la macroeconomía argentina no cierra para el FMI, que bien puede ser menos exigente de lo habitual por la delicada situación post pandemia, pero todavía requiere de un programa económico/financiero consistente. La economía argentina ha estado estancada por casi una década, y ha sido incapaz de generar empleo privado. Además, a pesar del debilitamiento del peso en los últimos años, el país no genera suficientes reservas para garantizar el pago de la deuda externa. La esperanza es que finalmente la dirigencia política aprenda de repetidos errores pasados y trate finalmente de modificar el rumbo económica de forma permanente.



GCanonero