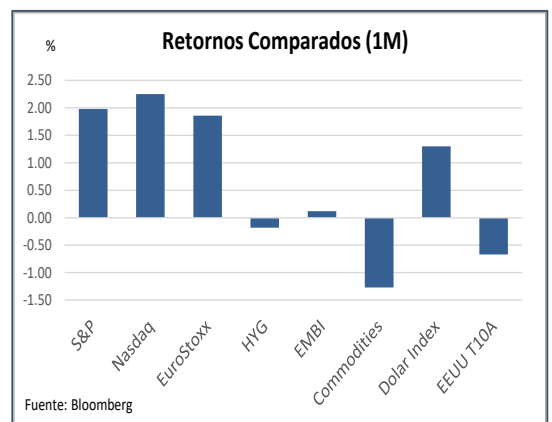
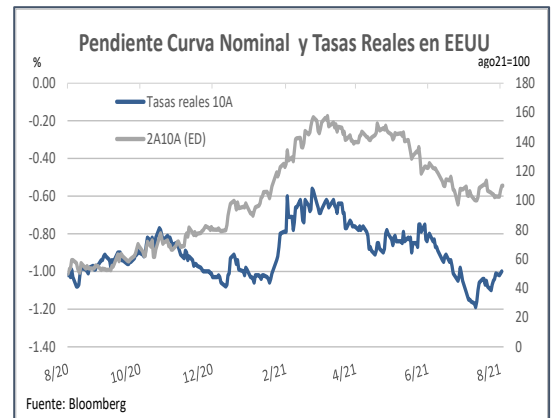
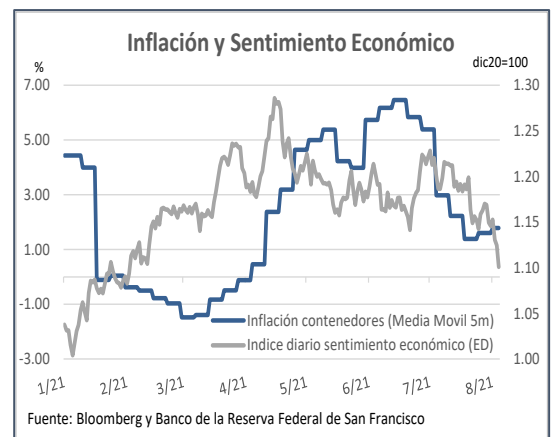


1 de Septiembre de 2021, Vol 1, #2

## Continúa, educadamente, la apuesta por riesgo global

- Algunas reversiones convergentes.** Las acciones líderes mundiales han seguido apreciándose, en parte sostenidas por buenos resultados corporativos. No obstante, los últimos movimientos fueron más limitados y sujetos a mayor volatilidad. Simultáneamente, el crecimiento de demanda global comienza a mostrar lógicos signos de desaceleración, el mercado laboral de recuperación sostenida, y el último salto inflacionario pierde algo de su impulso inicial. Tal convergencia sigue ausente en el mundo subdesarrollado, todavía sufriendo las consecuencias de la pandemia con marcadas diferencias regionales.
- Estímulo confirmado, pero de intensidad debatible.** Consistentemente, el Congreso americano avanza con un nuevo paquete de infraestructura, pero relativamente modesto, y la Reserva Federal (FED) ya proyecta una posible moderación en su recompra de bonos antes de lo inicialmente planeado. En este contexto, las tasas globales parecieran haber tocado piso, pero no necesariamente anticipando una fuerte suba en lo inmediato.
- Liquidez sigue venciendo al miedo.** Un nuevo rebrote pandémico, una presión inflacionaria más persistente, o un desarme demasiado temprano del estímulo monetario en los países centrales, son riesgos admisibles que no deben subestimarse, si bien siguen presentando una probabilidad tolerable. En este contexto, la abundante liquidez pareciera alcanzar para mantener el buen momento de los activos de riesgo.
- Valuaciones elevadas, algunas mejor justificadas que otras.** Las altas valuaciones son sin duda alguna la amenaza más seria al constructivo rumbo inversionista actual. Ello reafirma la necesidad de guiarse por sólidos fundamentos económicos/financieros y buscar activamente diversificación y protección eficiente, la última favorecida por volatilidades altas y heterogéneas.
- Argentina.** Señales del gobierno revelando la intención de lograr un acuerdo con el FMI son positivas, pero difícilmente puedan evitar la típica tensión preelectoral del mercado cambiario. Igualmente, una revaluación sustentable de los activos seguirá principalmente condicionada por el resultado electoral. Sólo la perspectiva de un cambio relevante en la política económica puede sostener una significativa recuperación en el corto plazo.



## I. Algunas reversiones convergentes

Las acciones líderes han mantenido su sendero de apreciación, a pesar de los persistentes riesgos asociados a nuevas cepas Covid, la presión inflacionaria subyacente, y las altas valuaciones ya alcanzadas. Reportes de resultados mejores a lo esperado sin duda han ayudado a sostener este proceso de revaluación. En respuesta, varios bancos de inversión internacionales corrigieron al alza el valor potencial de los principales índices para este año y el próximo, algunos proyectando el S&P500 en 4700 para fin de 2021 (**Figura 1**).

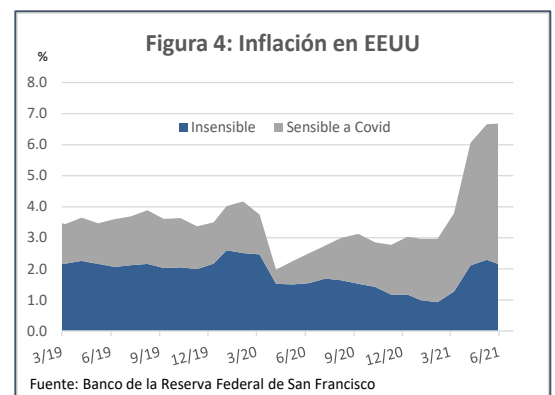
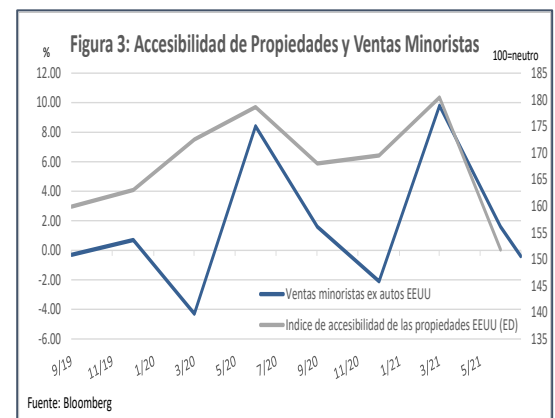
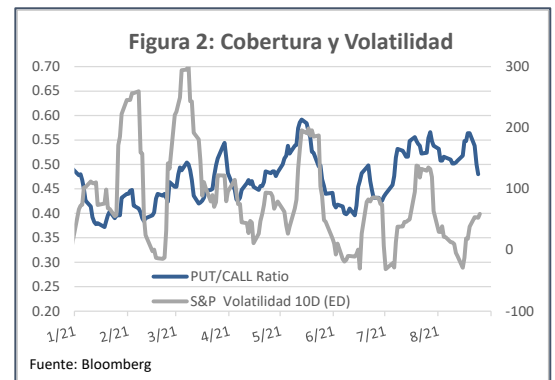
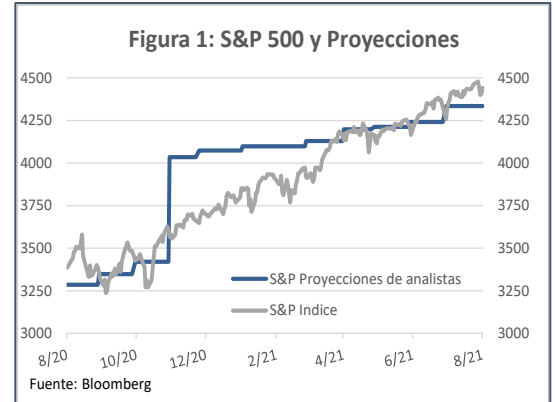
El performance comentado distó de ser lineal. En realidad, los últimos días han mostrado cierto incremento en la volatilidad implícita de todos los activos, y, a juzgar por el mercado de opciones, una cobertura creciente a posibles bajas futuras, (**Figura 2**).

La incertidumbre remanente es totalmente natural, y en sincronía con una convergencia gradual a la normalidad. Una faceta de esta realidad muestra la demanda por empleo en los países centrales continuando robusta. Otra, refleja una demanda minorista que ha comenzado a descontar la pérdida de ingreso asistencial y a los indicadores de sentimiento dejando atrás los niveles de euforia. Asimismo, los índices de accesibilidad de los bienes inmuebles en EEUU ya denotan una creciente revaluación, que eventualmente harán de contención a nuevas subas de precios (**Figura 3**).

En paralelo, la presión en la inflación minorista también pareciera empezar a ceder, como se viene reflejando en el indicador construido por la FED de San Francisco (**Figura 4**), o el índice de precios de contenedores a nivel global. De todas maneras, los desbalances de oferta y demanda que todavía imponen los límites a la movilidad seguirán por un buen tiempo, y el riesgo de observar cierta persistencia en el alza de los precios no debiera descartarse todavía.

Aunque el mercado laboral en los EEUU haya recuperado aproximadamente el 80% de los puestos de trabajo perdidos al comienzo de la pandemia, todavía quedan casi 6 millones de trabajadores desempleados. Afortunadamente la tasa de desempleo está cayendo rápidamente, pero todavía se mantiene más de un punto porcentual por sobre el nivel de pre-pandemia, con una oferta laboral que sólo ha recuperado la mitad de la fuerza laboral que abandonó su búsqueda en el primer semestre del año pasado.

Como comentamos en nuestra primera carta a inversores (TF Vol1,#1, 3 de Agosto de 2021), este "legado" es el principal motivador para mantener los estímulos macroeconómicos, particularmente desde la FED como del fisco americano. Sin embargo, los recientes comentarios de algunos de los gobernadores regionales de la Reserva Federal, como la decisión de la administración americana de aceptar promover un paquete de infraestructura relativamente modesto, revelan que comienza a evaluarse la necesidad de contener tales impulsos (**Figura 5**).



## II. Estímulo confirmado, pero de intensidad debatible

Las minutas de la última reunión de la *FED* en Julio, publicadas el 18 de agosto, confirman un vivo debate sobre el momento ideal para empezar a desarmar parte del estímulo monetario. La decisión final no es simple, requiere encontrar un delicado equilibrio para sostener la recuperación sin que la misma desestabilice la dinámica de precios, con mercados hipersensibles y valuaciones *records*.

La adopción de metas de inflación promedio del 2%, anunciada en agosto del año pasado, concede gran flexibilidad a la autoridad monetaria americana. Esta meta relativa permite evitar cualquier acción temprana o preventiva (atributo recientemente enfatizado por el gobernador de la Reserva Federal de Boston, Eric Resengren). Consistentemente, los datos actuales y pasados de inflación núcleo en EEUU sugieren que ninguna acción es necesaria por un par de años al menos. Además, la *FED* mantiene un amargo recuerdo de la experiencia del 2013, o en circunstancias similares de potencial revisión de la política de recompra de bonos en el mercado.

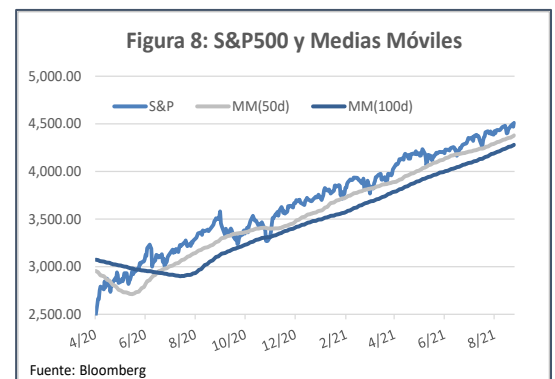
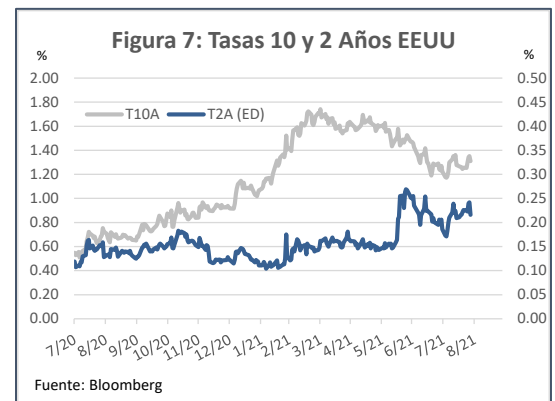
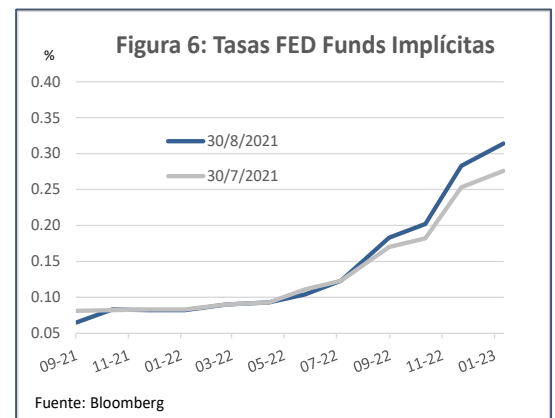
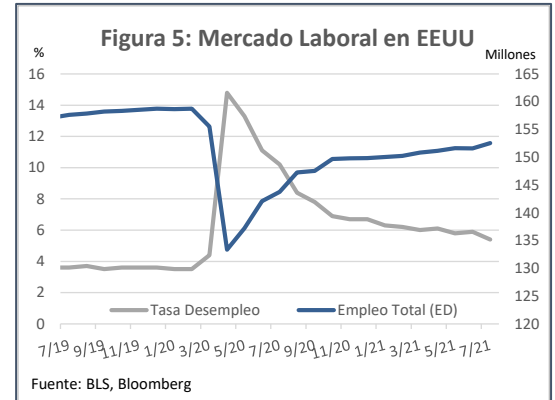
Sin embargo, la sostenida recuperación alcanzada, juntamente con la generación de algunos desbalances de oferta y demanda, exigen preservar la prudencia. Particularmente porque algunos mercados directamente impactados por el estímulo cuantitativo, como las hipotecas, o más indirectamente, como las acciones en general, parecieran haber alcanzado valuaciones insostenibles o al menos cuestionables.

Recientemente, se han escuchado justificaciones para una acción relativamente temprana hasta por parte de algunos miembros de la *FED* reconocidos por sus históricas posturas moderadas, como ser Charles Evans, gobernador de la Reserva Federal de Chicago. Esa postura se confirmó en las reuniones de Jackson Hole la semana pasada, donde el *Chairman* de la *FED*, J. Powell, avaló tal posibilidad, aunque desconectándola de rápidas subas en las tasas de referencia.

Traduciendo este debate a expectativas del mercado permite destacar que los operadores apenas modificaron su proyección de tasas implícitas a fin de diciembre 2022 en sólo 3 puntos básicos en el último mes (**Figura 6**). O bien, parametrizando esas expectativas en términos de tasas cortas y largas (**Figura 7**), se confirma que los movimientos recientes han sido bastante parsimoniosos. Este gradualismo es precisamente lo que quiere lograr la autoridad monetaria, aludiendo a la ausencia de cambios en lo inmediato.

## III. La liquidez sigue venciendo al miedo

La combinación de buenos resultados reportados por las compañías líderes globales, más la confirmación de una *FED* que, a pesar del debate citado, no tiene ninguna ansiedad por revertir el ciclo de políticas, sin duda han colaborado a mantener un impulso positivo sobre los activos de riesgo en las últimas semanas.



El comportamiento de los precios en el mercado de acciones globales ha sido más que revelador. A modo de ejemplo, el simple seguimiento de un índice como el S&P500 (**Figura 8**) permite ilustrar como cada caída de precios en los últimos 18 meses siempre resultó ser una oportunidad de compra beneficiosa.

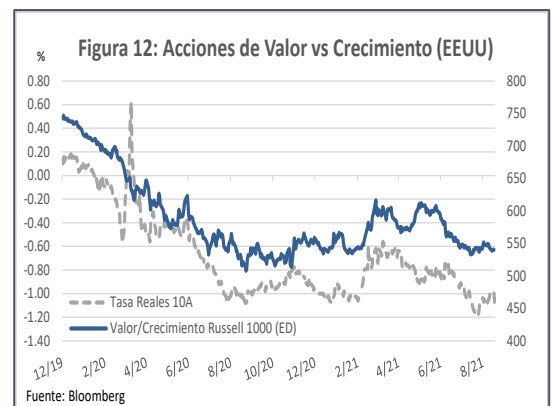
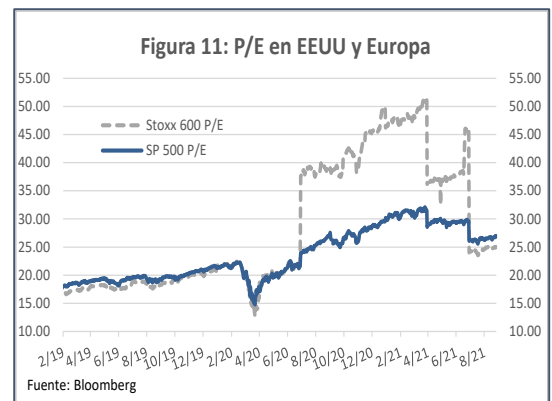
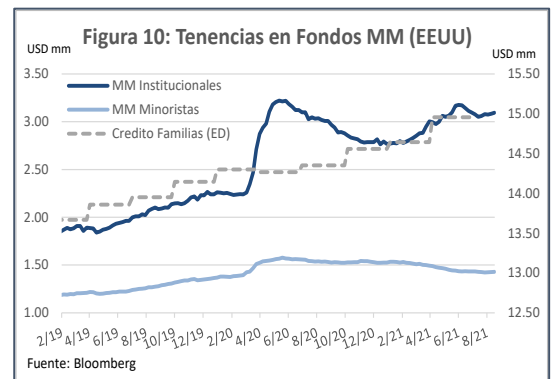
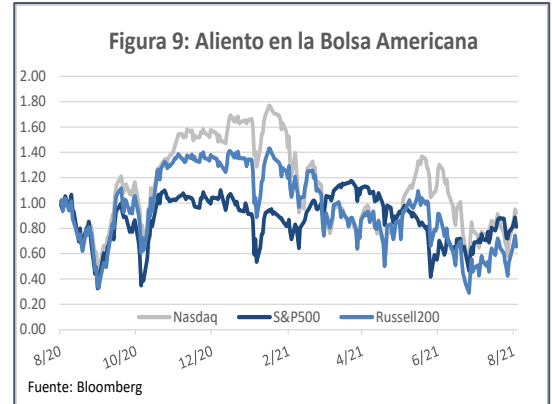
El S&P500 es un índice muy particular, porque constituye una buena combinación de sectores que balancean los beneficios y riesgos potenciales de la coyuntura económica contemporánea. Tiene suficiente representación de la tecnología para no perderse la apuesta al liderazgo y concentración de mercado que los avances de productividad actuales sugieren. Además, contiene un buen número de sectores más tradicionales que amortiguan una apuesta puramente centrada en acciones de cotización elevadas en retrospectiva. Y sus ponderadores son endógenos a las valuaciones.

De todos modos, el presente ya no es más un período de exuberancia, sino más bien de consolidación. Una forma de confirmar el sentimiento vigente es observar un indicador clásico de “aliento”, como es el número de miembros en un índice con precio por sobre la media móvil de 50 días. La **Figura 9** compara tal métrica para el S&P500, el Nasdaq, y el Russell2000, todos del universo accionista americano. Este gráfico corrobora dos aspectos sugeridos por la coyuntura económica del momento: la composición robusta del S&P500 y la pérdida de *momentum* en alguno de los otros índices líderes de representación más sesgada o concentrados.

Una conclusión similar se puede arribar mirando el nivel de liquidez relativa que todavía conservan los distintos tipos de inversores, y su grado de apalancamiento financiero. La **Figura 10** grafica la tenencia de fondos de *money market*, tanto de inversores institucionales como minoristas, y la deuda total de las familias americanas, mostrando una menguante capacidad residual para reasignar a los activos de riesgo.

#### IV. Valuaciones elevadas, con justificaciones heterogéneas

Sin duda alguna, las valuaciones de los distintos activos hoy lucen elevadas en retrospectiva. Si las empresas no generan resultados crecientemente virtuosos, o las tasas reales no se quedan en terreno negativo por un buen tiempo, entonces los precios de los activos, tanto acciones como bonos, debieran corregirse a la baja. Tal situación pareciera no ser específica de la bolsa americana, al menos por lo que sugiere una comparación de la relación precio sobre resultados (*P/E*) de los principales índices en EEUU y Europa (**Figura 11**). Sin embargo, dicha condicionalidad no se manifiesta crítica en el corto plazo, o cuando más del 90% de las empresas han venido reportando por más de un año resultados más de 20% superiores (en promedio) a los esperados. Asimismo, las tasas reales en los países desarrollados se han mantenido en el rango negativo y no se esperan que vuelvan al terreno positivo en el futuro cercano (ver la sección **Exceso de ahorro perdurable** en nuestra TF V1, #1 sobre la tendencia histórica a la baja de tasas).

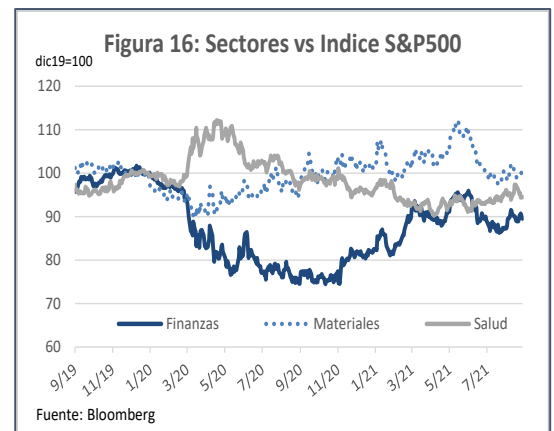
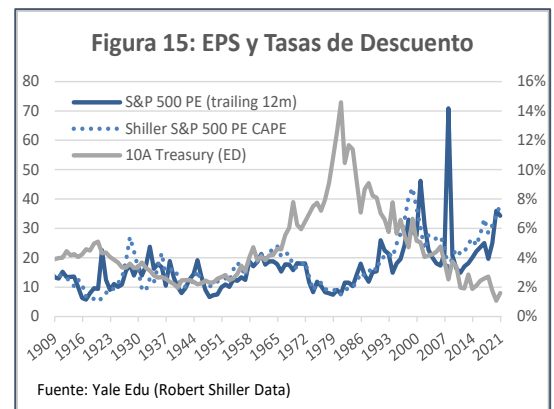
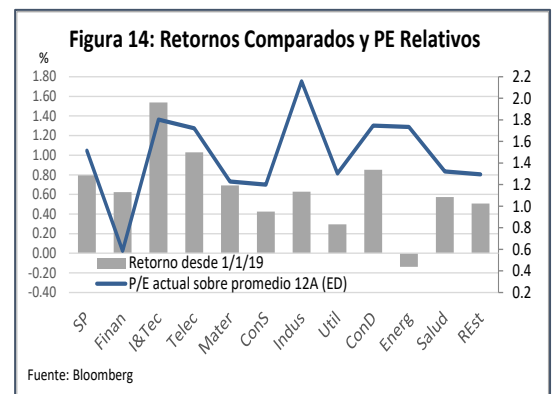
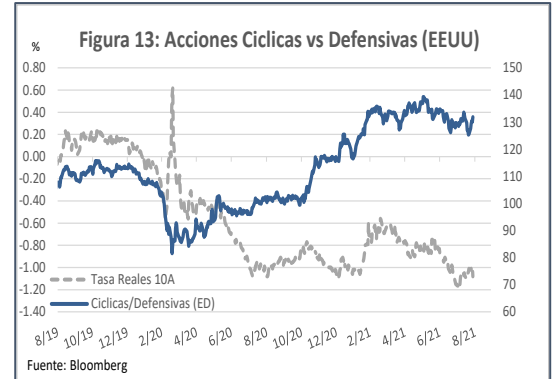


En principio, y de consolidarse la etapa de recuperación global actual, los activos cíclicos o los que representan valor debieran tener mejor perspectiva que los considerados defensivos o de crecimiento secular. Sin embargo, la misma etapa del ciclo se encuentra todavía en discusión, sujeta a una alta incertidumbre remanente. Las **Figuras 12 y 13**, insinúan exactamente esa cierta indefinición de futuros ganadores y perdedores, así como también permiten racionalizar el nivel relativamente bajo de las tasas de interés, aún después de varios meses de crecimiento económico casi interrumpido.

Además de la incertidumbre macroeconómica, hoy también prevalecen inseguridades sobre las valuaciones relativas de los distintos activos. La **Figura 14** reporta el retorno observado desde principios del 2019 en cada sector económico principal del índice *S&P500* de la bolsa americana. La misma gráfica también informa la relación *P/E*, al día de hoy, comparada con el promedio de los últimos 12 años. Allí se puede apreciar, en términos generales, niveles de valuación relativamente elevadas en perspectiva histórica. No debiera sorprender que el sector tecnológico sean uno de los líderes de esta relativa revaluación. Un poco más notable es que algunos sectores considerados cíclicos, como el industrial o el de consumo discrecional, parecieran participar también en este selecto grupo de valuaciones extremas.

Como hemos discutido oportunamente, los bajos niveles de tasas permiten justificar valores más altos que los históricos en distintos coeficientes, en particular de la razón *P/E* (**Figura 15**). Y la posibilidad de bajas tasas persistiendo por un buen tiempo representa una justificación adicional. Igualmente, la confirmación de ciertos liderazgos tecnológicos, productivos, o comerciales también pueden explicar saltos discretos en las distintas medidas de valuación de una compañía y fundamentar su permanencia en el tiempo.

Emitir un veredicto preciso sobre valuaciones es un ejercicio extremadamente complejo. Pero circunstancias como las actuales exigen un esfuerzo particular para poder seleccionar activos educadamente. Muy sintética y simplificada, y combinando previas elaboraciones sobre tendencias macro y microeconómicas con elementos específicos de cada activo, es posible concluir que sectores como el financiero, el de materiales, el de la salud, y el de la energía, todos conservan espacio para seguir apreciándose desde una valuación relativa cómoda. El financiero, con las valuaciones más humildes, en parte por su tendencia en los últimos años, es un sector que debiera seguir usufructuando su ciclicidad en una recuperación sostenida. Algo similar sucede con el sector de materiales. El sector salud, agrega a esas condiciones favorables mayor poder de mercado, y una sostenida inversión en investigación y desarrollo que anticipa una perspectiva aún más dinámica. En realidad, existe bastante consenso entre los analistas en reconocer que las especialidades de farmacéuticas como las de biotecnología ofrecen precios de entrada atractivos para todo lo asociado con la innovación (**Figura 16**).





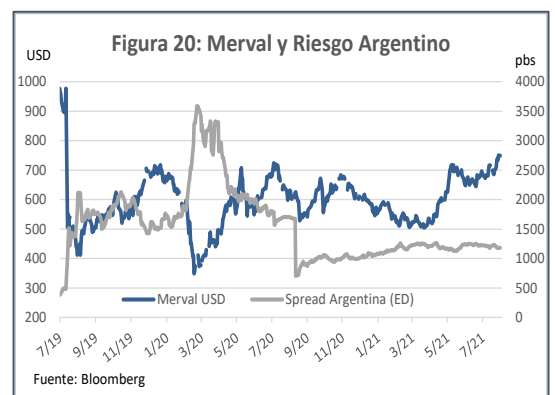
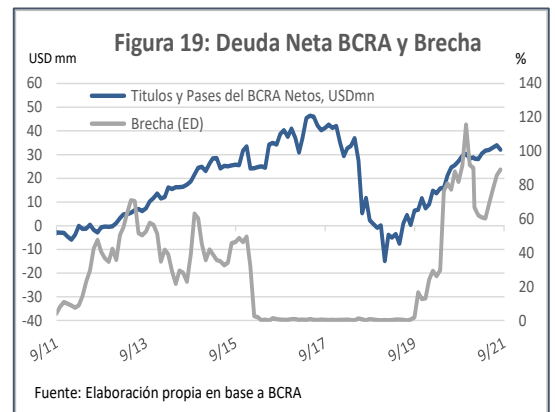
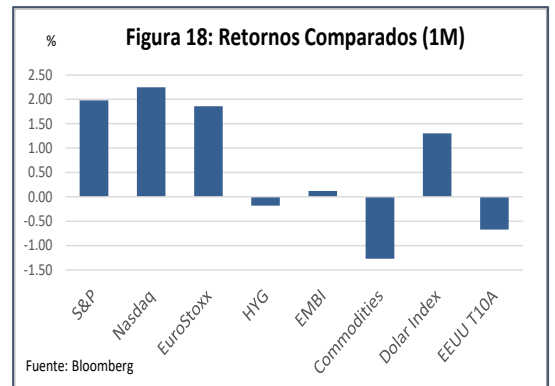
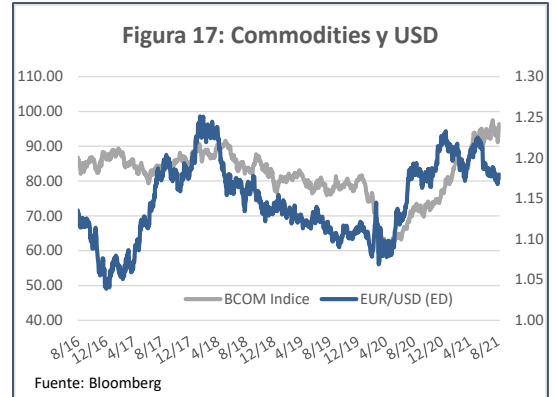
El sector energía es un poco peculiar. Nuestra preferencia recae en la discusión sobre descarbonización incluida en TF V1, #1, y el beneficio cíclico, junto a la ayuda adicional de valores razonables. En términos generales, las mismas razones apoyan nuestra preferencia por las *commodities*, aunque reconociendo el hándicap que representa su falta de *carry* como activo, y su sensibilidad a la cotización del USD (**Figura 17**). Por ejemplo, la reciente correlación negativa entre las acciones americanas y los índices de *commodities*, probablemente se explique por una fortaleza del USD/EUR más asociada a una mejor *performance* relativa de los activos americanos que al diferencial de tasas de interés (o crecimiento). A futuro, el EUR tiene el desafío de absorber los cambios de política monetaria de la *FED*. Al respecto, el economista en jefe del Banco Central Europeo (*ECB*), Philip Lane, acaba de recordar que el *ECB* no es un agente pasivo en la política internacional, y que reaccionará a cualquier shock relevante sobre las condiciones financieras que pueda originar un potencial cambio en el estímulo monetario en los EEUU.

En el contexto descripto, el riesgo en la valuación relativa de los bonos en general, y los de alto rendimiento (*HYG*) en particular, pareciera ser aún más asimétrico, con muy bajos rendimientos para la incertidumbre todavía reinante, y con una perspectiva de bajas tasas a preservarse (**Figura 18**).

## V. Argentina: esperando las PASO una vez más

Frente a una situación económica/financiera que no ha cambiado substancialmente de la analizada en nuestra nota previa (**Figura 19**), las últimas semanas han traslucido una cierta mejora del sentimiento inversor local (**Figura 20**). Aunque el precio de la soja volvió a caer casi un 4% en el último mes, la continuación de un favorable contexto externo sin duda colaboró con ese cambio. También se observaron algunas señales del gobierno revelando la intención de lograr un acuerdo con el FMI tan rápido como sea posible, o ni bien los tiempos políticos lo permitan. Esa “preferencia revelada” por las autoridades argentinas constituye una indicación realmente esperanzadora, reconociendo la necesidad fundamental de ordenar la macroeconomía para poder aspirar a un mínimo crecimiento económico. Por último, aunque probablemente el factor más importante para los mercados locales, las encuestas más recientes han mostraron una sustancial pérdida de apoyo para el gobierno, situación corroborada por las elecciones del pasado domingo en Corrientes. Valuaciones en pisos históricos, tanto para las acciones como para la renta fija argentina, sin duda constituyeron un terreno fértil para ese cambio de percepción.

Resaltados esos factores positivos, hay que seguir reconociendo que la situación de la economía argentina dista de mostrar elementos que fomenten un robusto optimismo. La reversión del desequilibrio fiscal, de la expansión continua del estado, de la creciente carga impositiva, de la rigidez de los mercados, en particular el laboral, y

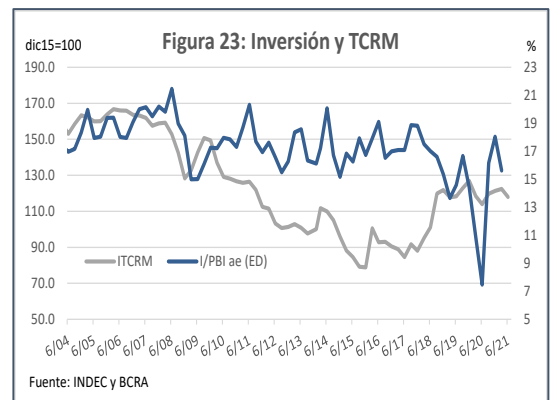
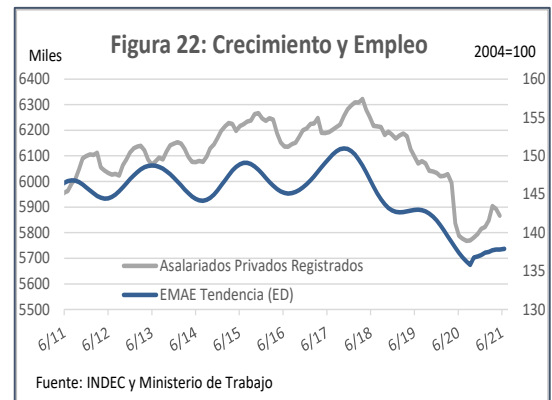
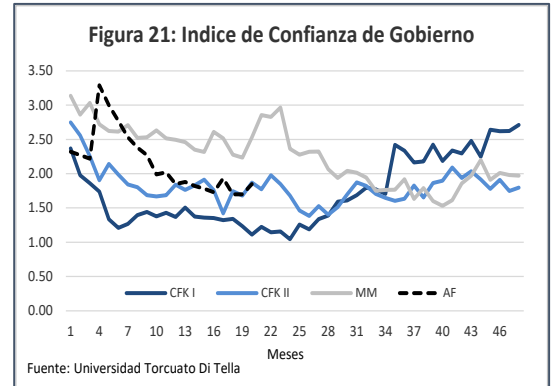


otras tendencias que han dejado de colaborar con el crecimiento económico hace décadas requiere un grado de consenso político que actualmente no existe. Y la misma ausencia de una discusión orientada a lograr esos consensos básicos difícilmente pueda constituir un escenario auspicioso. Por lo pronto, la pérdida de apoyo aparente del oficialismo es apenas un incipiente chispazo de luz hacia tal ilusión (**Figura 21**).

Por las mismas razones comentadas, y aun incorporando el más favorable contexto de los últimos días, es muy probable que no se pueda evitar la típica tensión preelectoral del mercado cambiario (al respecto ver “**¿Se puede disparar la brecha?**”), nota recientemente publicada en el blog del Banco CMF). Sin embargo, el mercado financiero tranquilamente puede ofrecer alguna oportunidad de corto plazo, a medida que se confirman los propulsores mencionados.

En lo inmediato, las bajas valuaciones relativas, el bajo costo de apalancamiento, y la asimetría entre la perspectiva económica política y el valor de los dólares no oficiales, permiten concebir una razonable apuesta por valor antes de las PASO, y tal vez después también. En un escenario positivo, cualquier revaluación permitirá pagar el bajo costo del financiamiento en pesos. En uno negativo, la brecha cambiaría o el valor de los dólares no oficiales, probablemente compensen por ese costo también.

Un acuerdo con el FMI mínimamente requerirá de una consolidación fiscal en el tiempo, una política cambiaria más eficiente, cierta moderación monetaria, y, muy probablemente, tasas reales positivas. Un programa de largo plazo, como el que se supone en discusión, típicamente incluye reformas estructurales para promover crecimiento económico sostenido. Como él gobierno no pareciera convencido de la necesidad de estas, la pregunta pendiente es si este tipo de condicionalidad ha resultado víctima de la crisis post pandémica y de un FMI menos exigente. Tratando de responder esas cuestiones, un estudio más comprehensivo sobre la perspectiva argentina post elecciones 2021 será motivo de nuestra próxima entrega. Mientras tanto las **Figuras 22 y 23** perfectamente ilustran el gran desafío argentino, o de una economía que no genera crecimiento del empleo privado, ni inversión privada, a pesar de lo relativamente competitivo del tipo de cambio real y del salario en dólares.



## GCanonero