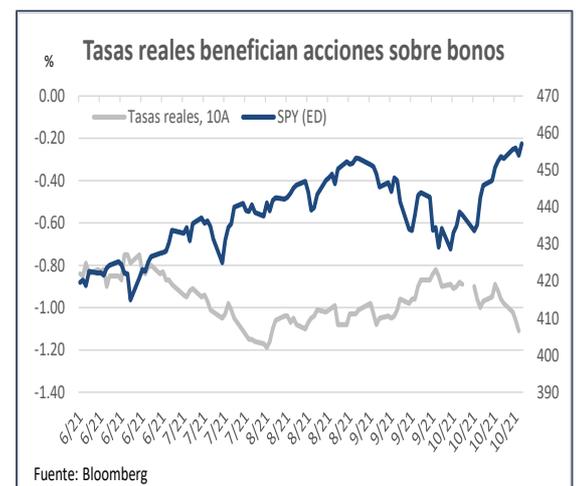
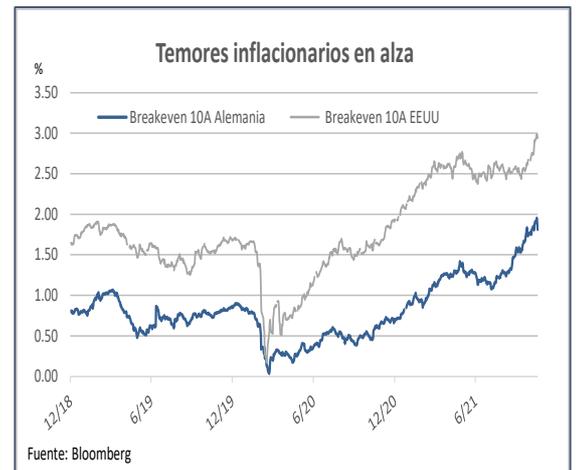


5 de noviembre de 2021, Vol 1, #4

Inflación, tasas bajas y utilidades sostienen las acciones líderes

- Datos recientes exacerbaban temores inflacionarios.** Los indicadores de inflación en las economías avanzadas siguen elevados, a pesar de cierta descompresión en los componentes sensibles a la pandemia Covid. En EEUU, los mercados de bonos ya vislumbran la inflación alcanzando los límites superiores de las metas de la Fed. La visión oficial todavía se inclina a diagnosticar este shock inflacionario como transitorio, pero los riesgos de cierta permanencia no debieran ser subestimados.
- El mercado espera más austeridad monetaria, aunque gradual y moderada.** Los objetivos recientemente reformulados en promedios de inflación ofrecen espacio a la Fed, pero el último anuncio de reducción en las recompras de bonos es un valioso signo de prudencia. Igualmente, las expectativas sobre tasas de política siguen sugiriendo un ajuste parsimonioso, con la tasa de Fed Funds subiendo menos de 100pbs en los próximos 14 meses.
- Tasas reales negativas fomentan la toma de riesgo en acciones.** Temores remanentes sobre la actividad económica y un posible resurgimiento de la pandemia han evitado una suba acorde de las tasas nominales en los países centrales. En consecuencia, una nueva caída de las tasas reales ha colaborado a mantener un relativo entusiasmo en las acciones globales por sobre la renta fija.
- Poder de mercado y sectores definen ganadores y perdedores.** Las altas valuaciones de todos los activos siguen generando preocupación, en particular ante un escenario de inflación menos controlada. En este contexto, no solo las bajas tasas reales ayudan a mantener el interés en las acciones. La suba en el precio de los *commodities* y los buenos resultados corporativos también han beneficiado a las acciones. Es de esperar que esta dinámica siga auxiliando a los sectores cíclicos, y a las compañías líderes que tienen capacidad de traspasar sus mayores costos al precio final.
- Argentina: entre el FMI y la incertidumbre plena.** Las últimas expresiones de los funcionarios públicos manifiestan cierta dificultad de alcanzar un programa con el FMI en el corto plazo. Y la probable ausencia de un plan de estabilización resulta un terreno fértil para una creciente presión sobre el tipo de cambio, que difícilmente el BCRA pueda soportar. Un sector público que sigue necesitando del financiamiento monetario solo exacerbará el exceso de pesos, mientras que la falta de reservas sólo hará más complicada y traumática la necesaria licuación de esos pesos excedentes. La alta inflación llegó para quedarse o acelerarse.



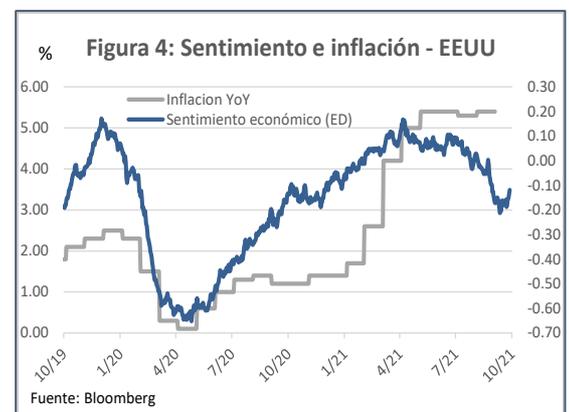
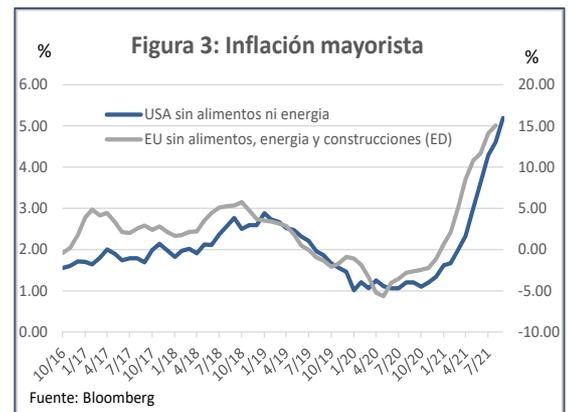
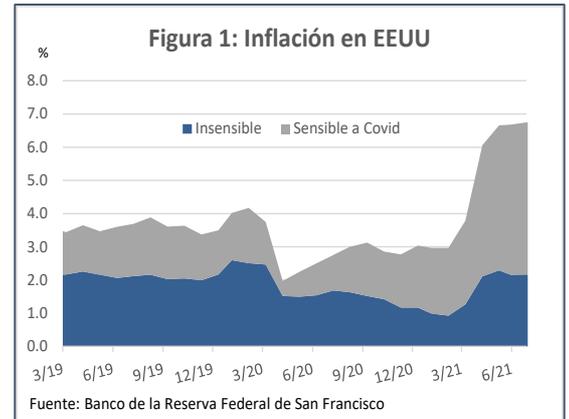
I. Temores inflacionarios parcialmente fundados

Los distintos indicadores de precios siguen sugiriendo niveles de inflación sostenida. En los EEUU, la suba del índice núcleo de precios al consumidor ya llega al 3.7% en 12 meses, o muy por encima del 2% máximo que registró en los últimos años. Lo mismo sucede en Europa. Lo interesante es que estos altos niveles de inflación se corresponden con una presión decreciente de los costes asociados a la pandemia Covid. La **Figura 1** muestra la segmentación de fuentes inflacionarias que calcula la Fed de San Francisco, según sean sensibles o no a los efectos del Covid, confirmando la menor incidencia de los primeros en los últimos meses. Anecdóticamente, la inflación en alquileres, educación, renta de autos, recreación, y medicina está convergiendo a una mayor normalidad. Algo parecido surge de observar la inflación diaria en el precio de los contenedores (**Figura 2**).

Una firme dinámica inflacionaria ya alimenta una gran preocupación entre analistas de mercado. Algunos hasta se animan a comparar la situación actual con la reinante hacia el final de los años 60s, lo que luce exagerado. Pero la fuerte recuperación económica, y las restricciones de oferta todavía existentes anticipan cierta continuidad de alta inflación. Los precios mayoristas parecieran reflejar cabalmente la coyuntura actual. En EEUU los precios al productor, excluyendo alimentos y energía, crecen al 6.8% anual, mientras que en Europa un indicador equivalente alcanza casi el 14% (**Figura 3**).

Hasta ahora, los costos laborales habían mostrado cierta resiliencia. Pero la reciente suba de los salarios agrega otra dimensión al fenómeno inflacionario actual. El último dato de ingresos laborales por hora en EEUU muestra un avance de 4.6% anual, notablemente por sobre el promedio de los últimos años. La oferta de puestos de trabajo está en un récord histórico, mientras negocios medios no dejan señalar la dificultad de conseguir nuevos empleados, algo típico de la salida de una profunda recesión, donde las habilidades requeridas no necesariamente son las ofrecidas. Consistentemente, el seguimiento de salarios que hace la Fed de Atlanta revela que los salarios de trabajadores sin especialización están aumentando al 3.7% anual, la mayor tasa desde la crisis financiera global.

Un mayor salario para los trabajadores de habilidades básicas pareciera ser inevitable, y la forma natural de agilizar la oferta de trabajo. Esto no debiera ser desestabilizante, sino todo lo contrario. Mientras tanto, la presión sobre precios desanima al consumidor, como lo muestra la reciente merma en el sentimiento económico en EEUU (**Figura 4**). Esta también es una dinámica estabilizadora, porque ayuda a moderar el crecimiento del consumo, quitándole presión a la fuente de una suba de precios sostenida. Simultáneamente, los cuellos de botella de producción y la relativamente baja oferta laboral debieran converger a una tendencia histórica más temprano que tarde.



II. Mayor austeridad monetaria parsimoniosamente

Los datos implícitos en la valuación de bonos, tanto en EEUU como en Europa, no dejan lugar a dudas sobre una expectativa de inflación sostenida. En EEUU, la expectativa implícita en los títulos de 5 años ya se ubica en los límites superiores de las metas de la *Fed* (**Figura 5**). La visión oficial de diagnosticar este shock inflacionario como transitorio pareciera ser la correcta, pero los riesgos de cierta permanencia no debieran ser subestimados.

Los objetivos recientemente reformulados en promedios de inflación todavía le ofrecen cierto espacio de maniobra a la *Fed*. Sin embargo, la reciente decisión de reducir las recompras de bonos parece es una señal de encomiable prudencia. Ese anuncio no necesariamente contrasta con el diagnóstico transitorio de la inflación actual, pero confirma que la *Fed* comienza a mirar con preocupación la sostenida presión inflacionaria. Una mayor reducción de las compras igualmente seguirá siendo contingente al estado del mercado laboral. Por ejemplo, la repetición de una magra recuperación del mercado laboral como fue la del mes de agosto bien puede posponer nuevas rebajas en los montos de recompras.

La **Figura 6** informa el impacto del recorte de USD15bn de recompras mensuales sobre las condiciones monetarias. El promedio de los analistas ya esperaba lo que se anunció este miércoles, una reducción inmediata en el monto de recompras del 12.5% del flujo mensual actual, y sostiene una expectativa de conclusión en este instrumento cuantitativo para mediados del año próximo. Pero también es importante la política de *repos* de la *Fed*, que pueden potenciar el impacto final del ajuste monetario.

Las proyecciones sobre el primer incremento de tasa en EEUU distan de mostrar un consenso similar. Una buena parte de los analistas espera la primera suba de tasas para fin del 2022, mientras otros anticipan que solo ocurrirá a comienzos del 2023. En general, el mercado proyecta la tasa de *Fed Funds* subiendo 100pb en los próximos 14 meses, para alcanzar 1.75% hacia el final del 2024. En Europa, la presidenta del *ECB* acaba de señalar como poco probable una suba de tasas el año próximo. Consistentemente, la **Figura 7** revela que las tasas largas se mantienen relativamente bajas, en parte contenidas por las mismas fuerzas estructurales ya existentes previo a la pandemia Covid.

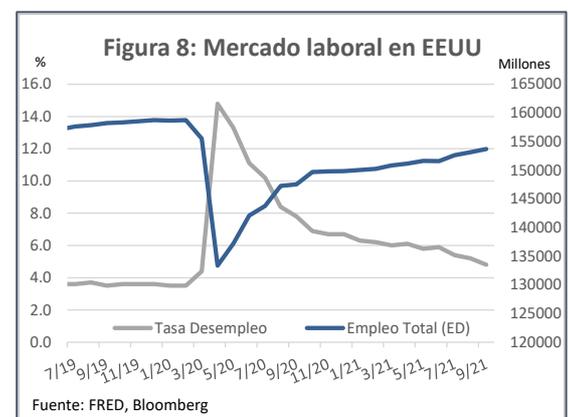
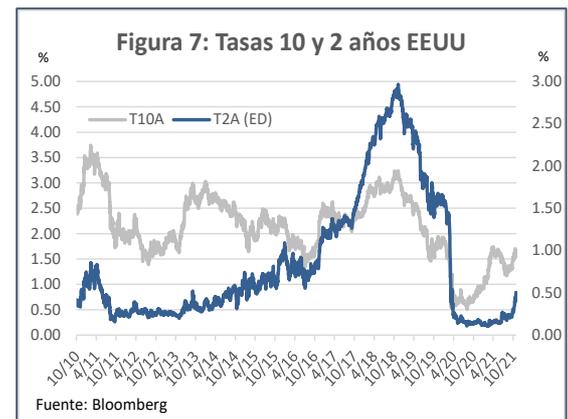
La recuperación sólo parcial del empleo en los países centrales, y principalmente en EEUU, continúa siendo la razón principal de la relativa pasividad de la *Fed* (**Figura 8**). Y una robusta credibilidad de la autoridad monetaria todavía permite una respectiva indefinición de la política. Mientras tanto, el exceso de ahorro global, parcialmente sostenido por tendencias demográficos, le pone techo a las tasas de interés, resultando en tasas reales declinando. Esta realidad define un sendero muy estrecho para el accionar de la política monetaria, lo que resalta la importancia de una autoridad que defiende con toda su capacidad la credibilidad conseguida en los últimos años.



Figura 6. Recompras con reducción mensual de USD15bn (USDbn)

Compras Mensuales	Repo Rev. 90%	Repo Rev. 75%	Repo Rev. 50%
15/12/2021	105.00	78.75	52.50
15/01/2022	90.00	67.50	45.00
15/02/2022	75.00	56.25	37.50
15/03/2022	60.00	45.00	30.00
15/04/2022	45.00	33.75	22.50
15/05/2022	30.00	22.50	15.00
15/06/2022	15.00	11.25	7.50
Total	420.00	315.00	210.00

Fuente: Bloomberg



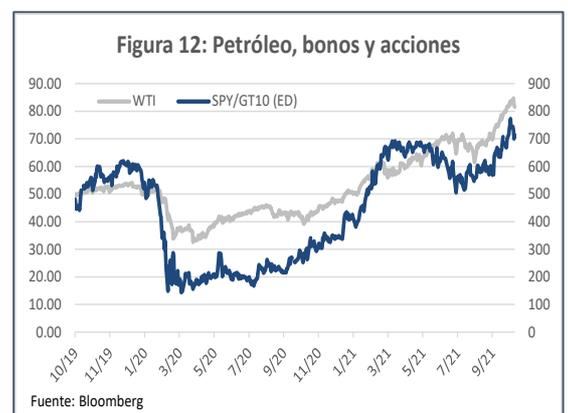
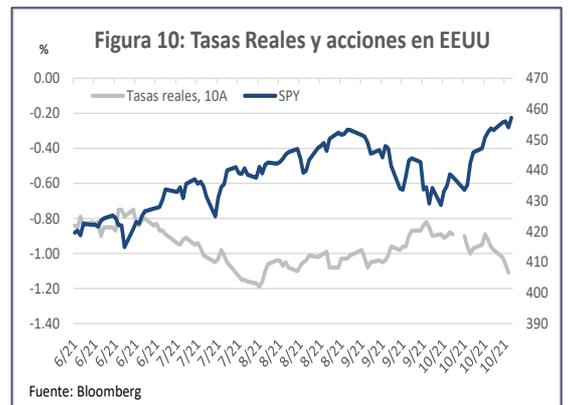
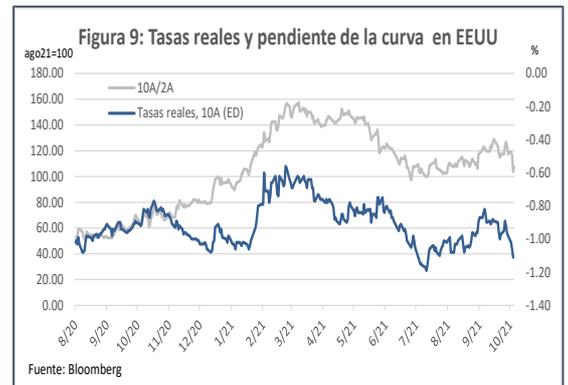
III. Tasas reales, *commodities* y resultados favorecen las acciones

Además de los factores estructurales citados, las dudas remanentes sobre la recuperación económica y los riesgos pendientes a un resurgimiento de la pandemia ofrecen una forma complementaria de racionalizar la relativa estabilidad de las tasas largas, aún frente a una inflación en alza. Como resultado, las tasas reales siguen cayendo en medio de una recuperación económica sostenida (**Figura 9**).

Como se ha discutido oportunamente, los bajos niveles de tasas, nominales y reales, permiten justificar niveles más altos que los históricos en distintos coeficientes accionarios, en particular de la razón *P/E*. Y la posibilidad de bajas tasas persistiendo por un buen tiempo representa una justificación adicional. La **Figura 10** caracteriza claramente tal asociación. Indistintamente, la confirmación de ciertos liderazgos tecnológico o comerciales también pueden explicar saltos discretos en las distintas medidas de valuación de una compañía, y fundamentar su permanencia en el tiempo.

Los buenos resultados corporativos del tercer trimestre también colaboraron en sostener el optimismo sobre las acciones en el último mes. La mejora observada en estos reportes ha excedido el retorno esperado del mercado, razón principal para pensar que el rally más reciente en las acciones globales es casi exclusivamente reflejo de los mismos. Los últimos reportes de resultados han permitido también confirmar una extraordinaria recuperación económica, llevando algunos de los ratios fundamentales a su tendencia histórica, luego de una corta pero profunda interrupción (**Figura 11** para datos del S&P 500). Precisamente, el hecho que gran parte de los buenos resultados se debió a aumento de los márgenes empresariales sugiere que estamos cerca o en el pico de ganancias. En otras palabras, el sorpresivo éxito de las compañías líderes de incrementar sus beneficios después del shock del año pasado explican su performance accionario. El futuro es menos cierto.

Otro elemento que ha contribuido a la recuperación de las acciones durante el mes de octubre es el buen comportamiento de las *commodities*, en particular del petróleo. La **Figura 12** sugiera tal relación positiva, en gran parte explicada por las empresas energéticas, pero también por el equilibrio general ya descrito, donde una inflación que retroalimenta el precio de los bienes primarios no se ha reflejado plenamente en tasa nominales altas, construyendo un escenario apto para la continua revalorización de las acciones. El comportamiento del petróleo en las últimas semanas también denota un factor idiosincrático asociado con el manejo de la oferta, a través de la *OPEC*, frente a la consolidación de una demanda creciente. Probablemente esta presión más reciente se termine moderando con un incremento de la producción, pero todavía queda el componente más estructural de la descarbonización y como la misma puede afectar a los precios de combustibles fósiles.



IV. Poder de mercado y sectores definen ganadores y perdedores

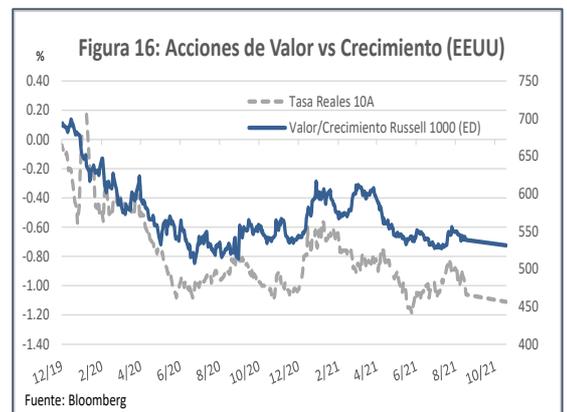
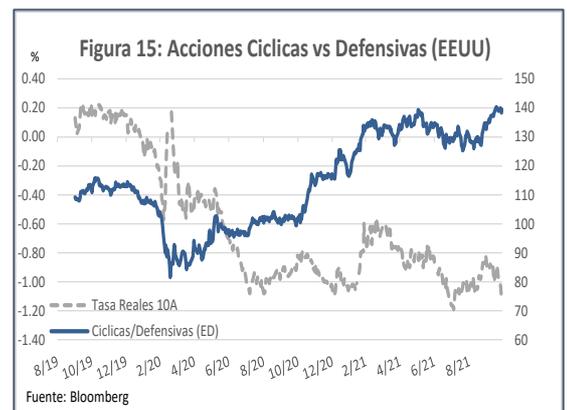
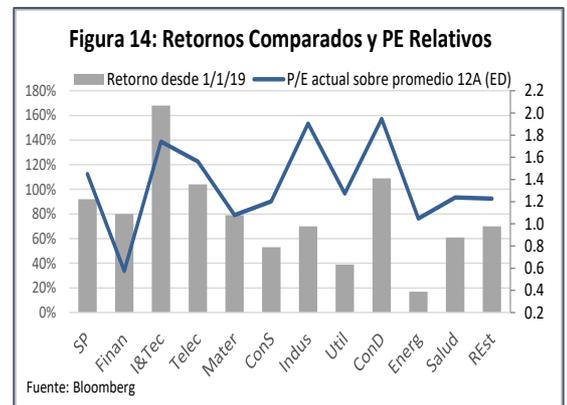
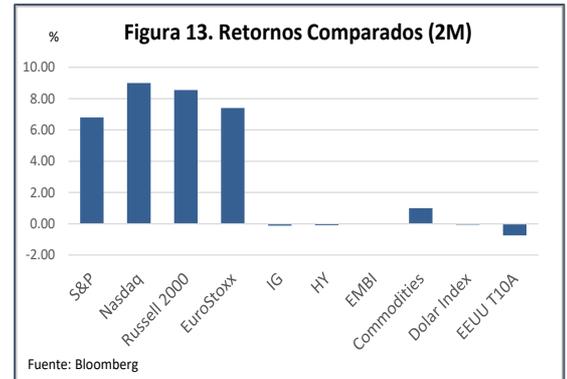
La información de retornos comparados en la **Figura 13** cuantifica el *performance* relativo de los distintos activos en los últimos dos meses, o desde nuestra anterior nota internacional. Claramente los índices de acciones sobresalieron, empujados por tensiones inflacionarias que no se reflejaron en tasas largas. Las empresas tecnológicas mantuvieron su liderazgo, pero también las empresas medias representadas en el índice *Russell 2000* tuvieron un muy buen bimestre. El segundo mejor activo en el período fue el complejo de *commodities*, también sostenido por las mismas preocupaciones sobre las presiones en precios y la alta liquidez.

Sin duda alguna, las valuaciones de los distintos activos siguen luciendo elevadas, al menos en retrospectiva (**Figura 14**). Si las empresas no generan resultados crecientemente virtuosos, o las tasas reales no se quedan en terrero negativo por un buen tiempo, entonces los precios de los activos, tanto acciones como bonos, debieran corregirse a la baja. Sin embargo, dicha condicionalidad no se manifiesta crítica en el corto plazo, como lo sugieren los resultados del tercer trimestre, y el movimiento de tasas reciente.

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. De todas maneras, la **Figura 15** si sugiere que el impacto de menores tasas reales ha sido beneficioso para los sectores cíclicos.

Por el contrario, la **Figura 16** insinúa cierta indefinición respecto a las denominadas acciones que representan valor. Parte del problema son las categorizaciones demasiado amplias siguiendo estos criterios, que en la actualidad combinan empresas históricamente de valor que también están mostrando una capacidad de crecimiento excepcional.

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 más 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.



V. Argentina: tiempos verdaderamente desafiantes

Las elecciones de noviembre constituyen un efectivo anclaje de estabilidad. El BCRA no tiene demasiadas municiones para un sostenido embate de los mercados, pero suficiente para resistir hasta noviembre. La pregunta es que puede pasar justo después de las elecciones, casi independientemente del resultado electoral.

Complicando aún más la tarea poselectoral, el gobierno ha decidió embarcarse en una política expansiva, cuando el financiamiento monetario pareciera ser la única fuente disponible en el margen. Ello anticipa exacerbar el principal problema de corto plazo: el exceso de pesos en un pico histórico y el nivel de reservas netas cerca de sus mínimos. La **Figura 17** muestra gráficamente la situación estimada de este excedente de pesos hacia fin de año.

El gasto no es el único medio de intervención preelectoral. Un ajuste de tarifas públicas y del tipo de cambio oficial muy por debajo del ritmo de inflación muy probablemente continúe hasta fin de año. Una proyección lineal de los senderos actuales permite anticipar un atraso anual acumulado de 15% para las tarifas pública y otro de 27% para el tipo de cambio (**Figura 18**). A lo que habría que sumarle el reciente control de precios, y el riesgo de sólo posponer remarcaciones.

Tal cuadro económico/financiero ya genera cierta preocupación, explicando el reciente despertar de los distintos mercados cambiarios. El refuerzo al cepo cambiario y de importaciones introducido en octubre han evitado un desgaste de reservas inoportuno. Pero noviembre ha vuelto a demostrar la fragilidad de la situación actual, con el BCRA vendiendo dólares en el mercado de cambios y también en el mercado de bonos.

La actividad económica y el empleo muy probablemente no respondan a este nuevo impulso fiscal, consistentemente con las causas de la decadencia de largo plazo identificadas en nuestro informe previo (**Figura 19**). Y la probable intención oficial de sólo acelerar la tasa de depreciación del peso, post noviembre, enfrenta grandes riesgos, a menos que toda la iniciativa sea acompañada por un verdadero esfuerzo fiscal bendecido por un programa con el FMI.

Avanzar en una agenda de reformas dentro de un programa con el FMI pareciera ser una condición necesaria para revertir décadas de decadencia. Las credenciales del FMI pueden también ayudar a resolver la desafiante realidad monetaria a enfrentar en los próximos meses. Cualquier camino alternativo, aún si se incluyera un programa insulso con el FMI, enfrentará peligros extraordinarios de terminar en un nuevo episodio de inestabilidad cambiaria y aceleración inflacionaria. La **Figura 20** cuantifica los escenarios de devaluación implícitos en el mercado de bonos, que, aunque parezcan elevados, no parecieran exagerar el riesgo existente.

GCanonero

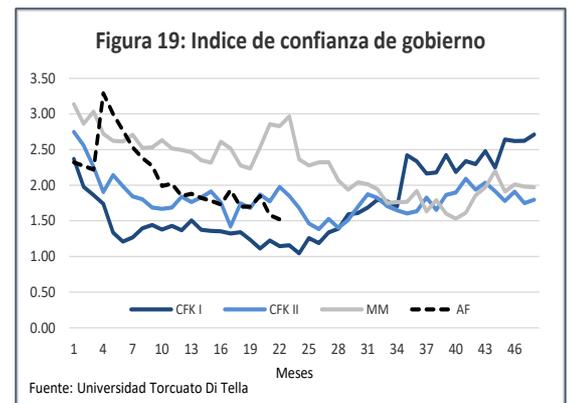
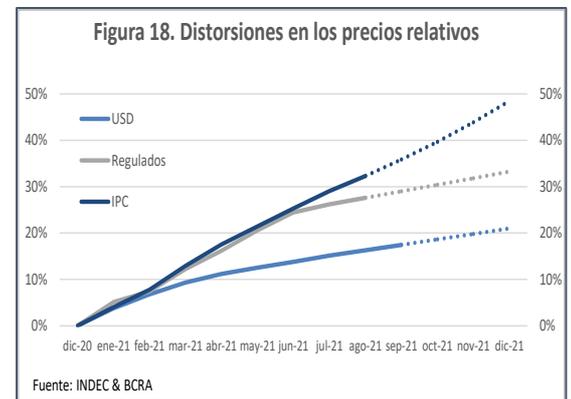


Figura 20: Escenarios equivalentes implícitos en bonos

	Salto devaluatorio	Tasa mensual ex-post
dic-21	13.3%	3.3%
ene-22	17.9%	3.2%
feb-22	25.4%	2.9%
mar-22	32.4%	2.6%
abr-22	37.9%	2.4%

Fuente: Cálculos propios en base a precios de mercado