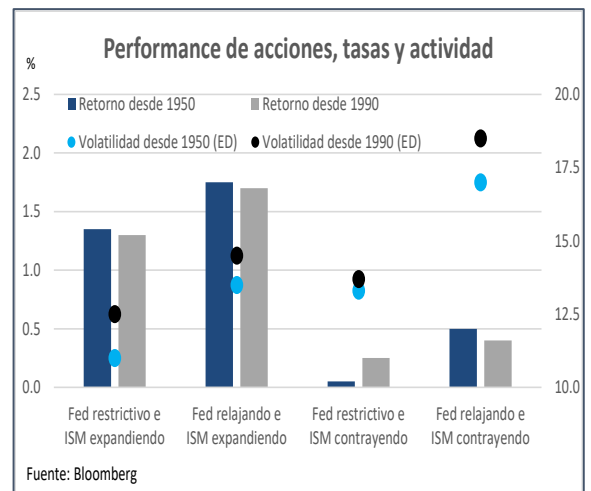


25 de febrero de 2022, Vol 2, #2

Estrategias defensivas para tiempos volátiles

- La persistencia inflacionaria obliga a una respuesta de política más convincente.** La transitoriedad de la alta inflación en los países centrales sigue siendo la visión mayormente aceptada, pero mantener esa credibilidad exige una categórica reacción de política. En consecuencia, tanto la *Fed* como el *ECB* probablemente tengan que sobreactuar en el corto plazo, si la situación en Ucrania lo permitiera, anticipando tensión y volatilidad en los mercados financieros.
- Indistintamente, la política monetaria sigue enfrentando el dilema entre lo necesario y lo posible.** El exceso de ahorro estructural de la economía mundial y la fuerte tendencia secular decreciente en tasas reales impone un balance extremadamente delicado a la ejecución de política económica. Ese entorno desafiante sugiere que el sendero a la nueva normalidad difícilmente será armonioso, pero dista de convalidar un pesimismo generalizado en la inversión de riesgo a mediano plazo.
- La percepción de un quiebre en las políticas de estímulo es el principal riesgo inmediato.** Su efecto, sin embargo, debiera ser la natural moderación del ciclo. Una política monetaria más contractiva sólo significa la atenuación de una recuperación robusta, con condiciones financieras favorables, un mercado laboral fuerte, y fuertes flujos y balances en compañías y bancos.
- Riesgos geopolíticos crecientes también conspiran con la selectividad desprotegida de activos.** El impacto en el corto plazo del conflicto en Ucrania no debe subestimarse. Más que nunca, la guía de inversión debiera seguir siendo la capacidad de ganancias y el poder de mercado, y la diversificación, pero incorporando la introducción de protección ante eventos de iliquidez o extrema volatilidad.
- Argentina: con el Fondo o hacia el fondo.** Tanto el gobierno como el FMI han mostrado signos de voluntad para acordar un programa económico. El esfuerzo ha sido mutuo, con el FMI aceptando metas alcanzables y el gobierno resignando amplia libertad fiscal y monetaria. Existen algunas discrepancias de último minuto. De resolverse, las dudas se trasladarán a la ejecución y a la coerción política de una alianza de gobierno inestable. El programa anunciado no reduce los desequilibrios macroeconómicos vigentes, pero previene un deterioro mayor. Tampoco evita la necesidad de la alta inflación como mecanismo de ajuste principal. Pero el control relativo de la inflación continuará contingente con el cumplimiento de las metas acordadas, que serán crecientemente desafiantes.



I. Preocupan signos de persistencia en la alta inflación

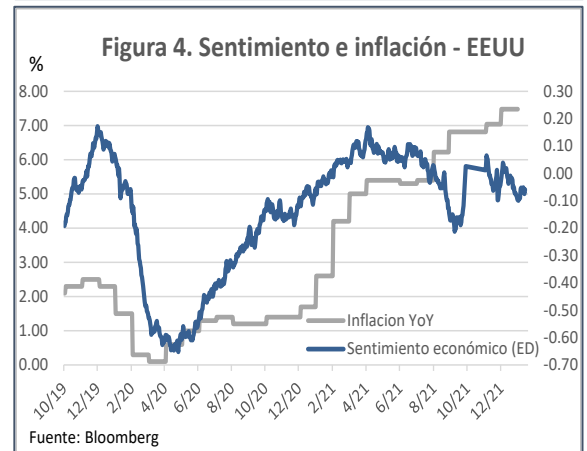
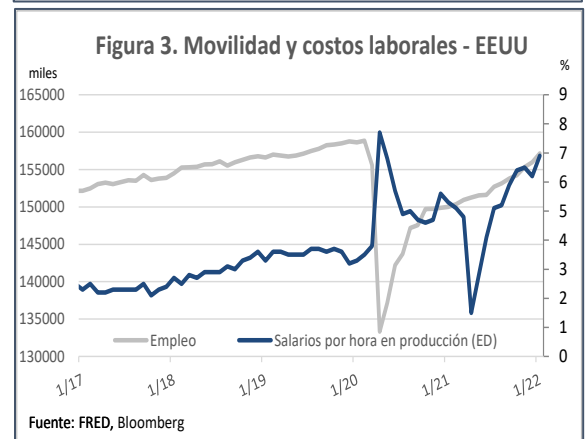
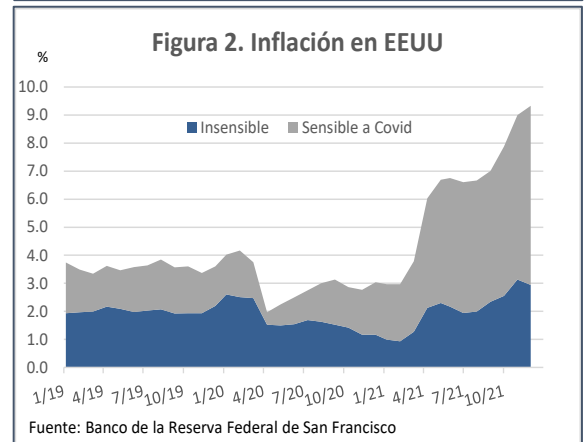
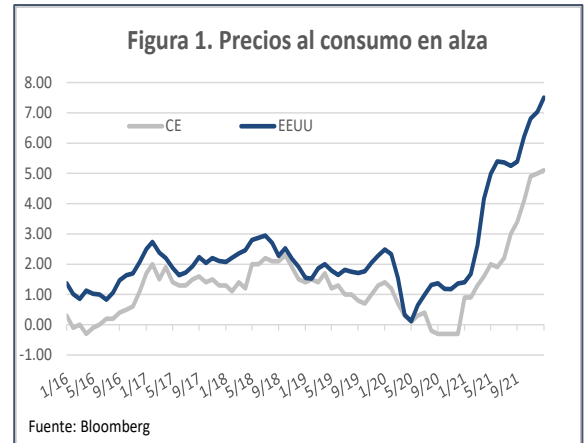
Las últimas mediciones de inflación han ratificado la continuación de una fuerte presión sobre los precios, casi sin excepción. La inflación de precios al consumidor dio otro pequeño salto en enero, para alcanzar el 7.5% anual en EEUU, y el 5.1% en la Comunidad Europea (**Figura 1**). Algunos ítems todavía denotan el efecto directo de disrupciones de oferta, como ser el precio de autos usados, que ya muestra una inflación de 40% anual en EEUU. Una evidencia similar sugiere la persistencia en los altos costos de fletes (gráfico de tapa).

Un indicador minucioso del impacto del Covid en la inflación que calcula la Fed de San Francisco confirma que la sensibilidad a las distorsiones causada por la pandemia sigue siendo la fuente principal de presión inflacionaria reciente (**Figura 2**). Según esta medición, la inflación insensible al Covid mostró un pico de 3.1% anual el pasado noviembre, descendiendo a 2.9% en diciembre, mientras que la inflación sensible a la pandemia se siguió acelerando de 5.9% a 6.4% durante el mismo período. Es de esperarse que esta última se retraiga a medida que el impacto sobre movilidad se vaya neutralizando.

No obstante, la fuerte recuperación económica en curso claramente no ayuda a moderar la presión contemporánea sobre los precios. Los últimos indicadores de compra (PMIs) en Europa simplemente corroboran que la demanda continúa expandiéndose, para servicios y manufactura, y los precios mantienen su ritmo al alza. En EEUU, tanto la demanda como los precios (gráfico de tapa) han desacelerado su crecimiento recientemente, pero se mantienen en niveles históricamente elevados. Paralelamente, la fortaleza del mercado laboral también viene sumando tensión a la ecuación de costos. Las dificultades de movilidad parecieran haberse reducido notablemente, algo más en Europa que en EEUU, pero el exceso de demanda remanente sigue movilizand una fuerte recomposición salarial (**Figura 3**).

En consecuencia, las proyecciones de inflación para este año se acercan al 5% (EEUU), pero todas también anticipan una fuerte desaceleración en 2023. El escenario previsto refleja tanto la transitoriedad de los shocks de oferta, como el accionar de las políticas de contención, y el funcionamiento de los estabilizadores endógenos al ciclo económico (**Figura 4**). El riesgo principal en el corto plazo es la fuerte suba del precio de la energía frente a una prolongación del conflicto en Ucrania. Aunque un shock de oferta exige respuestas especiales, el impacto inflacionario sería inevitable.

Los fuertes impulsos fiscales del 2020 ya han comenzado a desarmarse, y el Banco Mundial pronostica que las economías avanzadas van a contraer su posición fiscal en más de 1.5% del PBI regional este año. En consecuencia, se proyecta que la economía global desacelerará su crecimiento de 5.7% el año pasado a 4.7% en el 2022. Y se espera que esa desaceleración alcance tanto a los países avanzados como a los emergentes, notablemente en Latinoamérica, donde se proyecta una moderación de 6.3% a 3.0%.



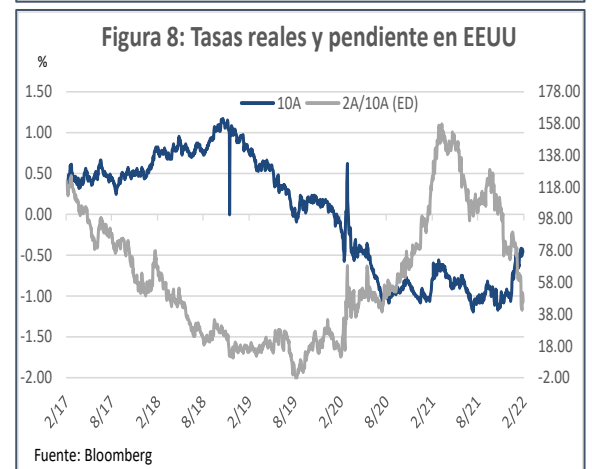
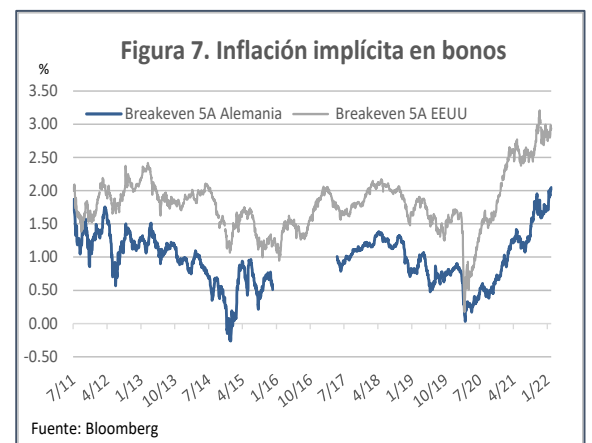
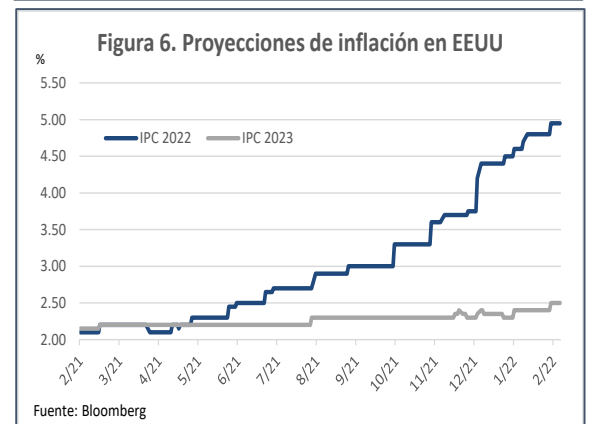
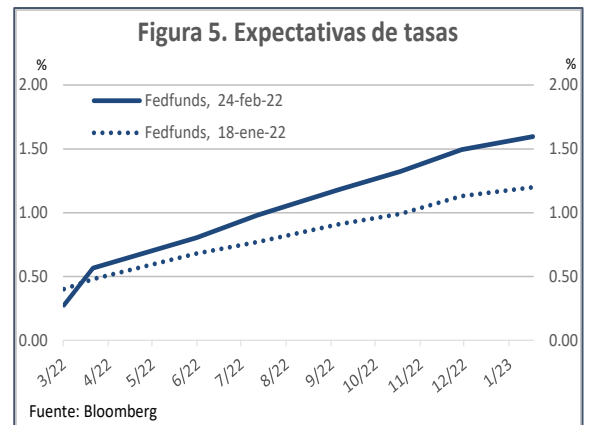
II. Desafío mayúsculo pero asequible para la política monetaria

La continua presión sobre los precios ha obligado a las autoridades monetarias a reforzar su compromiso antinflacionario. Persiste todavía la necesidad de mantener un delicado balance, en respuesta a cierta fragilidad inherente a la recuperación post pandemia Covid. Pero también se observa un creciente reconocimiento que los datos demandan una acción de política más contundente. Las expectativas de *Fed Fund rates*, o las tasas de política de la *Fed*, ya reflejan ese cambio de postura. En algo más de un mes, la expectativa de suba de tasas a 12 meses pasó de 120 a 160 puntos básicos (**Figura 5**). En Europa, el *EC* ya acepta una probable suba de tasas este año después de rechazar enfáticamente tal posibilidad en el pasado reciente.

Consecuentemente, el mercado financiero sigue creyendo en la capacidad de control y convicción de los principales bancos centrales del mundo. La **Figura 6** representa la mediana de las proyecciones de inflación para EEUU, estimada por los principales bancos de inversión. La gran mayoría de los economistas espera que la inflación de precios al consumidor en EEUU, tanto general como núcleo, converja al 2.0% hacia fines del 2023, en plena coincidencia con las proyecciones de la *Fed*. Más específicamente, el 55% de los analistas espera que la inflación del año 2023 ya sea menor a 2.25%, mientras que el 70% anticipa una inflación menor a 2.5%.

La relativa confianza en una inflación bajo control sugerida en las proyecciones también se refleja en el precio de los activos. La **Figura 7** grafica los valores implícitos de inflación en los bonos del tesoro americano y alemán a 5 años, revelando una suba importante en los últimos meses, pero a niveles no muy lejanos a los promedios de las últimas dos décadas. Igualmente, la fuerte presión de precios actuales y la perspectiva de una desaceleración gradual es consistente con una inflación implícita en los activos a 2 años en EEUU que llegó esta semana a 3.76%, su valor más alto en los últimos 15 años al menos (o desde que Bloomberg computa tal valor implícito). El movimiento concurrente de las tasas cortas hacia las largas en EEUU se presenta en la **Figura 8**. La relativa estabilidad de las tasas largas es reflejo del mismo diagnóstico, donde la presión inflacionaria de corto plazo se cree efectivamente transitoria, aunque tal vez un poco más persistente que antes.

La credibilidad implícita de los principales bancos centrales, a pesar de las recientes sorpresas negativas, es actualmente el principal activo en cualquier análisis retrospectivo. Para ello fue inevitable un cambio elocuente en la posición de los principales bancos. Desde esta perspectiva, el conflicto en Ucrania representa un especial desafío para la política monetaria global. Su implicancia sobre el precio de la energía hace inevitable una inflación mayor en el corto plazo, opacando el mensaje y efectividad de los bancos centrales. Al mismo tiempo, la fragilidad asociada en los activos de riesgo incrementa la necesidad de mantener una instancia prudente de política, particularmente considerando el carácter temporario y excepcional de la crisis geopolítica actual.



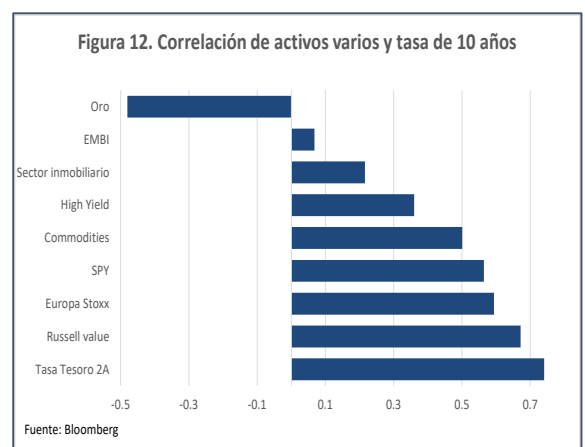
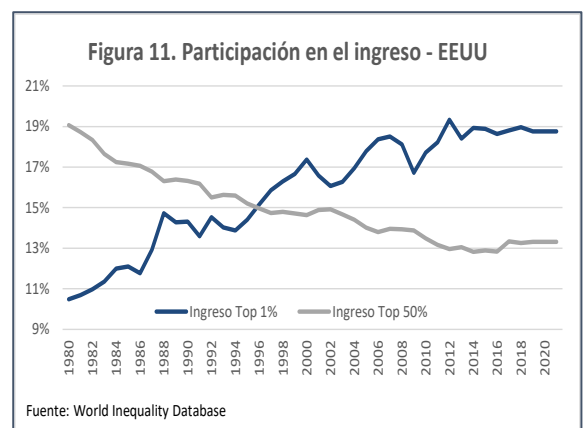
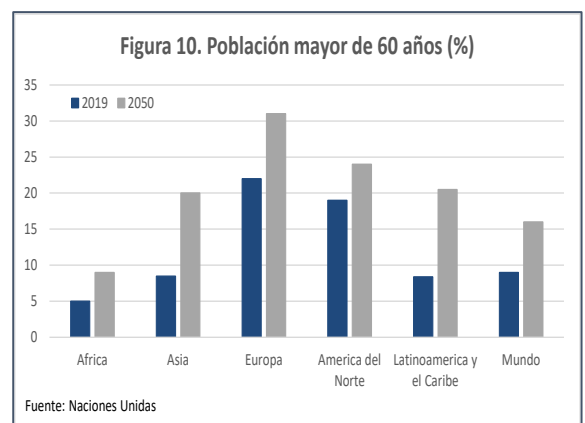
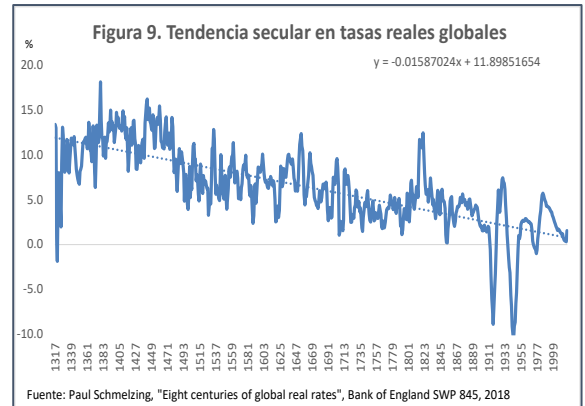
III. Las tendencias de largo plazo siguen conteniendo las tasas

Las tasas largas han reaccionado recientemente a la persistencia inflacionaria (**Figura 8**), pero todavía continúan en terreno negativo y muy por debajo de los niveles pre pandemia Covid. La caída secular de tasas reales de interés a partir de la década de 1980, o después de que la alta inflación fuese controlada en los principales países del mundo, es relativamente conocida. La fuerte baja en la incertidumbre nominal siempre se identificó como un factor relevante colaborando con esa tendencia. Pero también se ha reconocido la reciente contribución de tendencias demográficas, de concentración en la generación de ingreso, y mejoras en la liquidez de los mercados.

No obstante, estudios recientes confirman que esa tendencia decreciente de tasas reales ya lleva más de 800 años. La **Figura 9** documenta el trabajo publicado a fines de 2019 por Paul Schmelzing, donde el autor reconstruye series de tasas reales de interés desde el siglo XIV, cubriendo el 78% de las economías avanzadas en ese momento. Este estudio revela que, independientemente de los distintos tipos de regímenes monetarios y fiscales, y/o modas financieras, las tasas reales han mostrado una clara tendencia negativa a través del tiempo, entre -0.9 y -1.75 puntos básicos al año, dependiendo de la calidad del activo subyacente. Más aún, esta tendencia ha sido de -2.29 puntos básicos por año desde Napoleón (1820). Mr. Schmelzing sugiere que dicha dinámica no pareciera relacionada con el crecimiento económico o factores demográficos, sino más bien con la simple acumulación de capital.

El acelerado envejecimiento de la población mundial y la creciente concentración de la riqueza de los últimos años han simplemente exacerbado la tendencia discutida, incrementando la capacidad y los incentivos a ahorrar, y aumentando el exceso de capital disponible para una tasa de crecimiento e inversión relativamente estable. La última revisión de las Naciones Unidas proyecta que 16% de la población mundial tendrá más de 65 años en 2050, de 9% en 2019 (**Figura 10**). Mientras que en los últimos 40 años la participación en el ingreso del percentil más rico (con mayor capacidad de ahorro) se ha duplicado en países como e EEUU (**Figura 11**). A estos factores hay que agregarle también el creciente poder de mercado de las compañías tecnológicas líderes y sus flujos de caja positivos, otra evidencia de exceso de capital para las alternativas de inversión disponibles, aun de los más exitosos.

En el margen, la incertidumbre y los cambios de costumbres que acompañaron al Covid, probablemente hayan aumentado 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. Por ello, es muy probable que las tasas sigan subiendo, pero que las tasas reales probablemente no pasen de los máximos alcanzados previo a la pandemia Covid, con la implicancia que ello tiene para los distintos activos (**Figura 12**).



IV. Estrategias defensivas se imponen

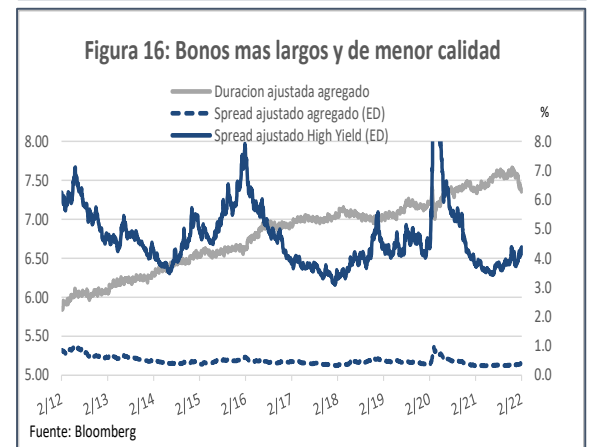
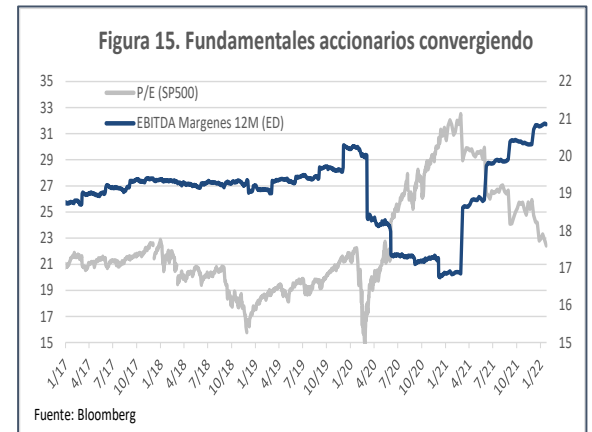
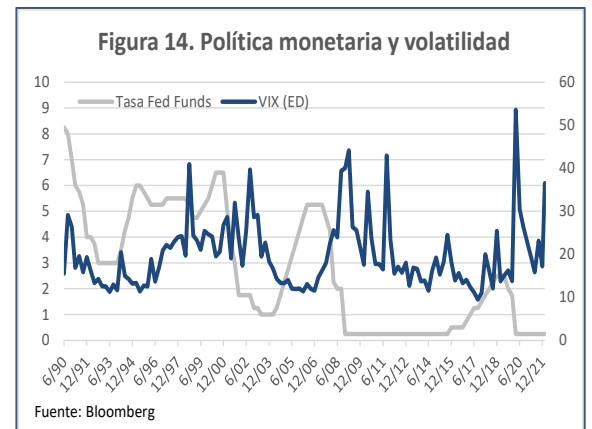
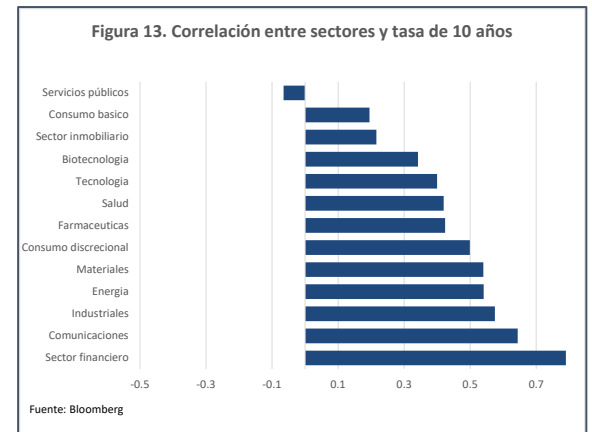
Como se ha discutido oportunamente, los bajos niveles de tasas, nominales y reales, permiten justificar niveles más altos que los históricos en distintos coeficientes accionarios, en particular de la razón *P/E*. Y la posibilidad de bajas tasas persistiendo por un buen tiempo representa una justificación adicional. Sin embargo, la validez de esa asociación se hace menos útil en un proceso de endurecimiento de la política monetaria, o mientras se esté buscando y alcanzando un nuevo equilibrio.

Las **Figuras 12 y 13** revelan la relación empírica promedio entre los distintos activos financieros, en los últimos 20 años, durante procesos de suba de tasas nominales y reales. Lo que estos gráficos no reportan es que normalmente los períodos de cambio en la instancia monetaria son períodos de mayor volatilidad (**Figura 14**), afectando en mayor grado a los activos de riesgo, al menos en el corto plazo. Es por ello que durante estos períodos la cautela debiera prevalecer por sobre la codicia. Particularmente en un contexto de altas valuaciones, tanto en el universo accionario como en el de bonos. Y más aún cuando incorporamos el riesgo de shocks excepcionales como ser el caso actual de Ucrania.

Momentos como los actuales son ideales para revalorar la preservación del capital, esperando oportunidades más claras, o utilizando estrategias de cobertura y control de riesgo. El mercado financiero ofrece una amplia gama de instrumentos de protección, principalmente a través de derivados, que permiten acotar significativamente los riesgos asociados a la inversión, aprovechando el valor de la alta volatilidad. O la habilidad de condicionar la inversión a valuaciones extremas, ganando un premio por ello (, vender un *Put* muy por debajo del precio actual por ejemplo).

La selección de los activos subyacentes debiera seguir la métrica habitual. Ajustado por volatilidad, los activos accionarios parecen seguir ofreciendo más valor que los bonos, en particular después de la reciente corrección (**Figura 15**). Especialmente en sectores donde prevalecen valuaciones adecuadas o que son potencialmente beneficiarios de la coyuntura actual, como los energéticos, los bancos, las comunicaciones, los materiales de construcción, los índices de valor por sobre los de crecimiento, o las *commodities*.

El universo de renta fija sigue mostrando una desbalanceada relación riesgo/retorno, con spreads en sus mínimos históricos, rendimientos bajísimos, y niveles de calidad crediticia empeorando (**Figura 16**). Entre los bonos de renta alta (*High Yield*) comienzan a sobresalir los bonos externos de mercados emergentes, con spreads mayores, calificaciones más cercanas al grado de inversión, bajos niveles de deuda en moneda extranjera, y una alta participación en la producción de bienes primarios. En general, toda la renta fija debiera sufrir la transición a tasas de interés más altas, pero es esperable un interés en aumento en los *EM hard currency bonds*.



V. Argentina: con el Fondo, o hacia el fondo

Finalmente, tanto el gobierno como el FMI han mostrado signos de voluntad para acordar un programa económico. Hoy todavía existen algunas discrepancias no menores, en particular relacionadas con la magnitud de la necesaria suba de tarifas. De resolverse, las dudas principales se trasladarán a la ejecución y a la coerción política de una alianza de gobierno inestable. El programa anunciado no reduce los desequilibrios macroeconómicos vigentes, pero previene un deterioro mayor. Tampoco evita la necesidad de la alta inflación como mecanismo de ajuste principal. Tanto el control de la inflación y el nivel de actividad serán contingentes al seguimiento de las metas acordadas, de cumplimiento crecientemente dificultoso.

La meta fiscal anunciada exige un ajuste de más de 2 puntos del PBI. Esto es así porque el 3.1% de déficit primario en 2021 incorpora: 1) el ingreso por única vez del APE por 0.5% del PBI, 2) el 1.4% del PBI de ahorro previsional, no repetible automáticamente, y 3) la necesidad de mantener el precio real de las tarifas. La pérdida estimada por subsidios, si no hubiese cambios tarifarios con una inflación del 55% en el año, se estima en 0.8% del PBI (**Figura 17**).

Igualmente, la meta financiera demanda reducir el respaldo monetario del déficit de 3.7% del PBI el año pasado a 1% en 2022. El acuerdo proyecta mayor financiamiento directo por 0.9% del PBI pero sin estipular fuentes, más allá de los 0.2% adicionales ya anunciados por el Banco Mundial. Aún en el mejor de los casos, un 1% del PBI adicional en financiamiento local representa un aumento neto de casi 25% del stock de bonos locales, lo que puede implicar un gran desafío a pesar de las restricciones cambiarias (**Figura 18**). Consistentemente, el programa exige tasas reales positivas, pero a riesgo de un deterioro mayor en el balance público consolidado.

Finalmente, la devolución paulatina de los USD4.3mm pagados al FMI será exigida como acumulación de reservas, limitando seriamente el uso de las mismas. El año pasado las reservas netas cayeron USD1.7mm, con niveles de ingreso agropecuario extraordinarios parecidos a los proyectados para 2022, y el refinanciamiento de la deuda FMI con la transferencia de USD4.5mm equivalentes en DEGs, (**Figura 19**). El acuerdo exige revertir la pérdida del 2021 y acumular las reservas necesarias para el pago de los intereses en moneda extranjera al mismo FMI, lo que muy probablemente exija un peso más depreciado en términos reales, o mayores restricciones.

De no concretarse el acuerdo, el gobierno puede restringir importaciones, ampliar el alcance del cepo, y tratar de congelar excedentes de pesos en los bancos. Inevitablemente, con o sin acuerdo, la inflación este año será mayor a la de 2021. Un posible default con el FMI representa más un riesgo a la actividad que a la inflación. La **Figura 20** ofrece alternativas de cobertura.

GCañonero

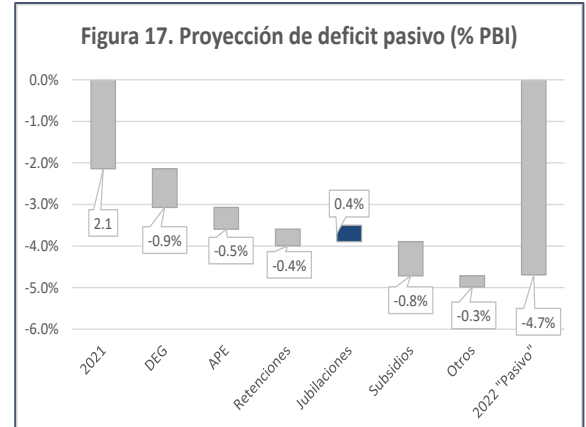


Figura 18. Dinámica fiscal/monetaria 2022 (% PBI)
Asumiendo cero tasa real para Leliqs

	Min	Max
Necesidades financieras del Tesoro		
Deficit primario	2.5	2.5
Intereses	1.3	1.3
Asistencia del BCRA acordada \$	1.0	1.0
Asistencia neta multilaterales USD	0.5	0.5
Residual en bonos locales \$	2.8	2.8
La dinámica de pesos - Creación neta		
Impuesto inflacionario (56%)	2.5	4.4
Compra de USD oficiales	0.2	0.2
Asistencia del BCRA acordada	1.0	1.0
Repago de capital pasivos BCRA	1.3	3.2
La dinámica de títulos en pesos		
Stock títulos \$ Tesoro + BCRA 2021	18.1	18.1
Emission neta bonos del Tesoro	2.8	2.8
Repago de capital pasivos BCRA	-1.3	-3.2
Stock títulos \$ Tesoro + BCRA 2022	19.6	17.7

