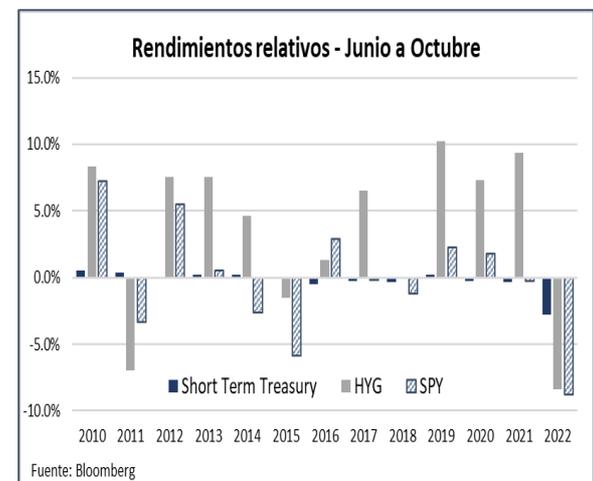
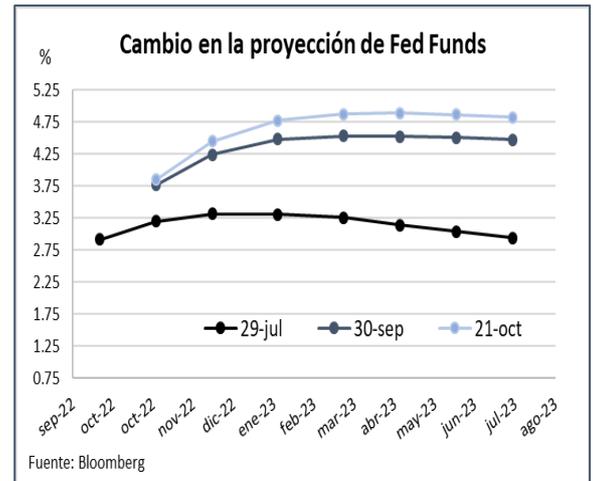
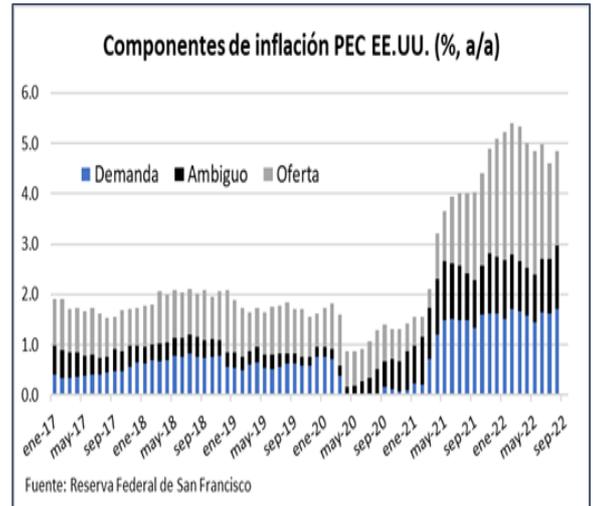


26 de octubre de 2022, Vol 2, #5

Tasas firmes y dólar fuerte exacerbaban riesgos recesivos

- El mercado de activos finalmente reconoció una mayor persistencia inflacionaria.** Los últimos datos confirmaron que las tensiones de oferta no han diluido rápidamente, y una nueva suba en las tasas de interés sepultó cualquier ilusión inicial de una pronta convergencia a una normalidad histórica. En consecuencia, las proyecciones de tasas actuales lucen más en línea con la cruda realidad que en pasado reciente. Sin embargo, la presión de demanda se mantiene, y los bancos centrales dejan en claro que no van a arriesgar su reputación pecando de timidez.
- Las perspectivas futuras también corrigieron en sintonía con el nuevo entorno, pero todavía eluden aceptar la amenaza de una recesión.** El mercado financiero ya no anticipa una Fed que comienza a reducir su tasa de referencia tan pronto como en enero del año próximo. Consistente con una inflación 2023 proyectada de 3.5% para EEUU, la tasa de política se espera estable por arriba del 4.5% en casi todo el año próximo. Tal escenario anticipa una desaceleración en el ritmo de actividad económica, pero una recesión económica dista de ser la visión de consenso.
- Los distintos activos de inversión reflejan mejor los riesgos existentes que hace dos meses, aunque un alto nivel de incertidumbre todavía aconseja prudencia.** Luego de una fuerte caída en el 3er trimestre del año, tanto las acciones como la renta fija hoy ofrecen rendimientos atractivos para aquel inversor con un horizonte de largo plazo. En el corto, la consolidación de la curva de rendimientos probablemente mantenga la tensión y volatilidad elevadas. Como fuera señalado repetidamente, fuerzas estructurales empujan las tasas largas hacia abajo. Sin embargo, las mismas debieran sostener un período de tasas reales positivas, al menos temporalmente. El uso activo de coberturas y opciones sigue siendo la estrategia recomendable para aquellos participantes con menos convicción o más aversos al riesgo.
- Argentina: jugando peligrosamente con la fragilidad nominal.** El nombramiento de Sergio Massa ha traído cierto orden y criterio económico al gobierno, ganando tiempo precioso. Pero todavía falta mucho para las elecciones del año próximo, y la ausencia de una contención fiscal considerable deja a la inestabilidad nominal al simple albedrío del exceso de pesos actual. Probablemente sin entender los riesgos de seguir procrastinando, un fuerte ajuste fiscal pareciera ser inaceptable para la coalición de gobierno. En este contexto, medidas cambiarias o monetarias en soledad pueden constituirse en los mismos dinamizadores de una mayor aceleración inflacionaria con final incierto.



I. Tasas al alza admitiendo la resiliencia inflacionaria

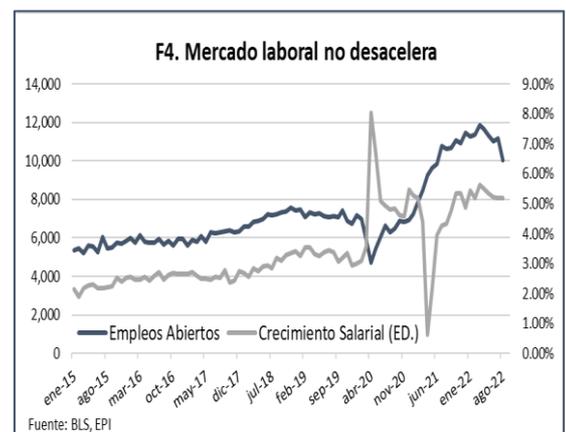
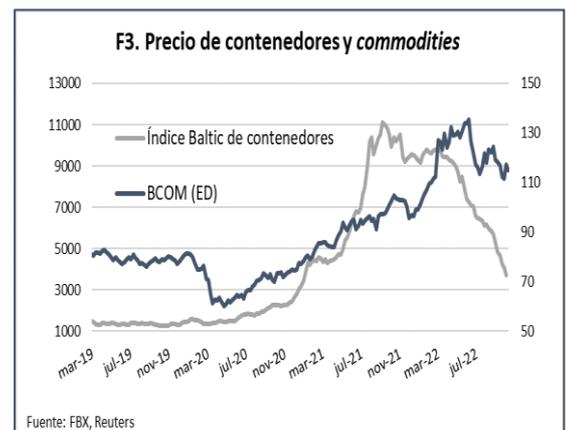
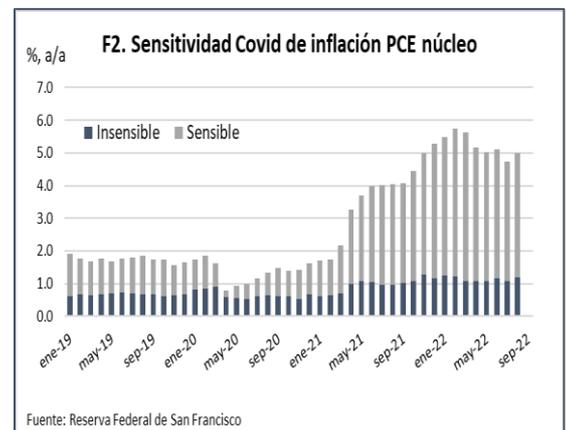
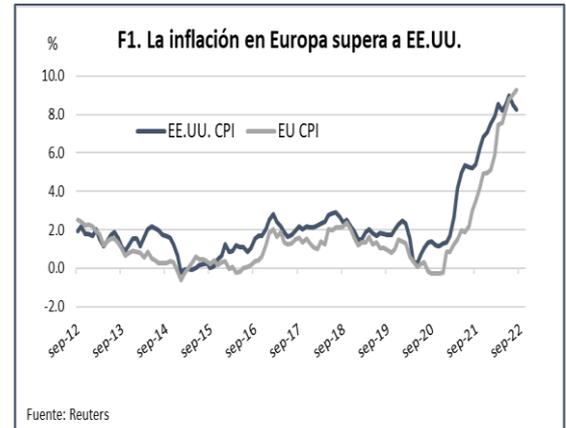
Las últimas mediciones de inflación global han ratificado la continuación de una fuerte presión sobre los precios. La inflación de precios al consumidor dio otro pequeño salto en septiembre, para alcanzar el 8.2% anual en EE.UU., y el 9.9% en la Comunidad Europea. Algunos rubros todavía denotan el efecto directo de interrupciones de oferta, aunque estos han comenzado a bajar, pero de forma muy parsimoniosa. (**Figura 1 y Figura de portada**).

Un indicador minucioso del impacto del Covid en la inflación americana que calcula la Fed de San Francisco confirma que las distorsiones causadas por la pandemia siguen siendo la fuente principal de presión inflacionaria (**Figura 2**). Según esta medición, de la inflación PCE núcleo en EE.UU., que es la relevante para la autoridad monetaria, el componente insensible al Covid mostró un pico de 1.29% anual el pasado noviembre, descendiendo a 1.19% en el último registro disponible. La inflación núcleo sensible a la pandemia también se desaceleró, pero sigue alta, cayendo de 4.5% a 3.79%. Esta última debiera seguir retrayéndose a medida que el impacto sobre movilidad se vaya neutralizando, pero la inflación núcleo total todavía roza el 5% anual, o 3.4 veces el promedio de los últimos 10 años.

La mejor noticia reciente en términos inflacionarios ha sido la fuerte caída en el precio de algunos *commodities*, en particular de la energía. Desde su pico a principios de junio pasado, el índice Bloomberg de *commodities* cayó 18.21%, mientras que el primer contrato de petróleo lo hizo por 31.2%. Simultáneamente, el precio de transporte por contenedores sigue su derrumbe casi lineal desde octubre del año pasado, reduciéndose en 45% desde entonces, pero todavía manteniéndose a más de tres veces de su costo histórico (**Figura 3**).

Otro crítico elemento de la inflación actual que se espera pronto muestre una fuerte reducción es la asociada a gastos de vivienda y alquileres. Desde enero 2020 el precio de las viviendas en EE.UU. ha subido más de 40%, mientras que los alquileres lo hicieron casi en 30%. La fuerte suba del costo de las hipotecas se estima contenga drásticamente el precio de las viviendas y los alquileres en los meses siguientes, aunque se espera un importante rezago a medida que los nuevos contratos de alquileres se computen en el índice de inflación. Gastos de alquileres y vivienda es el mayor componente del índice de inflación al consumidor en los EE.UU., representando el 32.5% del total, de los cuales 7.3% reflejan el peso de los alquileres.

El mercado laboral es probablemente el que más lejos se encuentre de un equilibrio consistente con estabilidad de precios. El número de empleos disponibles ha bajado en las últimas semanas, pero todavía excede la oferta activa (**Figura 4**). Y como se ha comentado oportunamente, hay signos de cambios estructurales que reducen la oferta disponible de forma sostenida (Summers, Domash, y Blanchard “*Bad news for the Fed from the Beveridge space*”, julio 2022), demandando una fuerte contracción de demanda para abatir la inflación salarial actual.



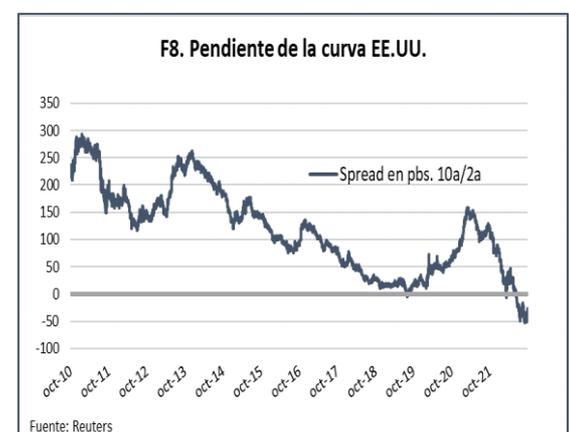
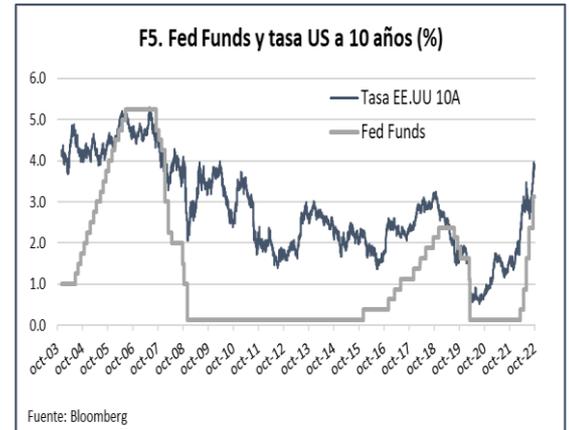
II. Los mercados capitularon frente a los bancos centrales

La persistencia inflacionaria y la convicción de los bancos centrales terminó modificando drásticamente las expectativas de tasas de interés para los próximos meses. Ello se refleja perfectamente en una suba de más de 150pbs en sólo semanas en la expectativa de la tasa testigo de la Fed para fin del año próximo. Y también en el mantenimiento de esas tasas mayores por más tiempo, empujando sincronizadamente las tasas largas. El comportamiento de la tasa de 10 años del Tesoro americano ha sido paradigmático: hace un par de meses se discutía el posible testeo de un techo en 3.5%, totalmente excedido por el 4.3% que alcanzó la semana pasada. La **Figura 5** muestra en retrospectiva el comportamiento de ambas tasas.

El reciente, pero marcado, aumento de las tasas de interés ha tenido como beneficio la preservación de la credibilidad anti-inflacionaria de los bancos centrales, como lo ilustra la **Figura 6**. Tanto en EEUU como en Europa, pero más nítidamente en el primer caso, el poder disciplinador de la tasa de interés ha permitido reducir la expectativa de inflación implícita en los swaps de bonos, que insinuaban una inflación esperada 2027-2032 de casi 3% a principios del año, casi 1% más que en la actualidad, aún a pesar de la persistencia inflacionaria descrita en la **sección I**.

La pendiente de la curva de rendimiento en los EEUU (**Figuras 7 y 8**) también grafica el llamativo movimiento de las tasas en los últimos meses. Luego de colapsar durante la pandemia Covid, las tasas largas comenzaron a recobrar valor relativamente respecto a las tasas cortas, sugiriendo un mercado que anticipaba lo que la autoridad monetaria todavía no reconocía. Ese proceso sufrió un brusco cambio a mediados del año pasado, o al mismo tiempo que las expectativas inflacionarias se enquistaban, y los bancos centrales mostraron mayor preocupación y convicción para actuar. En los próximos meses, o a medida que esas definiciones de política se vean reflejadas en las tasas cortas, es esperable una nueva recuperación relativa de las mismas. La gran incógnita es el nivel final de las tasas largas, hoy representando tasas reales de más de 200pbs, algo no visto desde antes de la gran crisis financiera global en 2008.

En la última edición de esta carta se sugirió la posibilidad de este movimiento de tasas para los próximos meses, más allá de la esperada por el mercado. Y también se insinuó que no era impensable observar una marcada inversión en la curva de rendimientos como se confirma en la **Figura 8**. Las razones detrás de esa expectativa eran dos: 1) el alto nivel de inflación actual, y 2) las tendencias estructurales que ayudan a contener las tasas largas. Ese movimiento de tasas sucedió, pero sorprendiendo relativamente la suba de las tasas largas. Es probable que el alto nivel de inflación haya levantado todos los rendimientos nominales. Igualmente, es esperable que a partir de ahora las subas sean muchísimo más moderadas. Incluso, no sorprendería ver una baja en las tasas largas en los próximos meses, o mayor estabilidad al final de la curva de rendimientos.



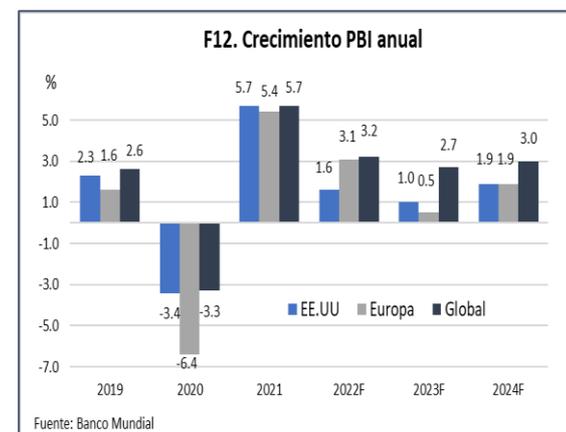
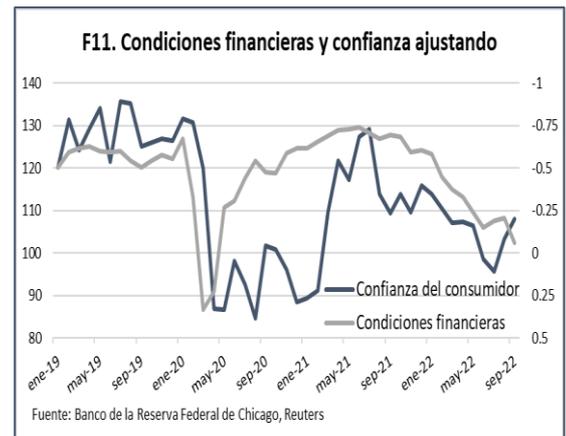
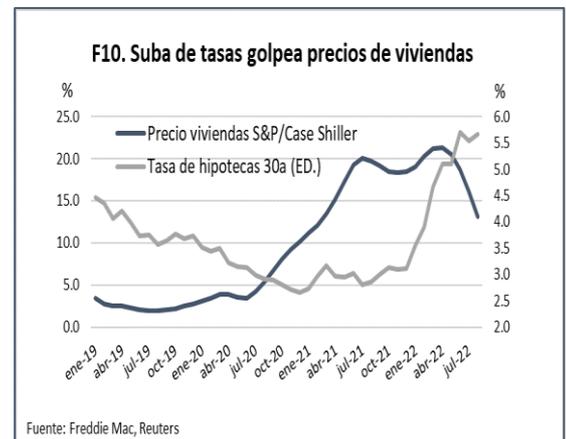
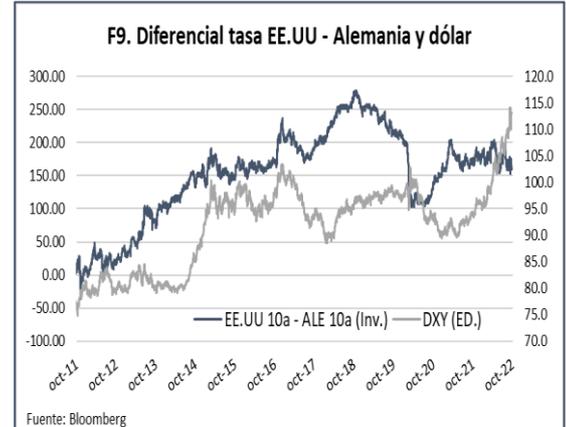
III. Dólar, hipotecas y condiciones financieras ajustando

Los canales de transmisión de la política monetaria han comenzado a derramar sus efectos en los distintos mercados asociados. La **Figura 9** grafica el impacto sobre la cotización del dólar de una suba de tasas relativas entre EEUU y Europa. Los mayores rendimientos en EEUU se esperan sostenerse en el tiempo, denotando un problema inflacionario más asociado a la demanda y la inflación núcleo que a los *commodities*, como es el caso de Europa. La fortaleza del dólar debiera colaborar con el enfriamiento de la economía americana y de sus precios, sea a través de efectos ingreso (menores ganancias corporativas) y/o precios relativos (menor inflación importada).

Otro de los mercados rápidamente alcanzados por las mayores tasas de interés ha sido el de hipotecas, en combinación con el mercado inmobiliario (**Figura 10**). El aumento reciente del costo de las hipotecas en los EEUU ha sido notable, alcanzando niveles no vistos desde principio de los 2000's. Ese mayor costo ya ha comenzado a impactar en el mercado de viviendas, de forma progresiva. La inflación implícita en este mercado se ha reducido desde más de 20% anual, en marzo de este año, al 13% en el último dato. Pero este nivel de inflación en propiedades inmobiliarias todavía se encuentra muy por encima del promedio histórico del 5% anual. Como ya ha sido señalado, el componente de gastos de alquileres y vivienda es el mayor componente del índice de inflación al consumidor en los EEUU.

El cambio en política monetaria de los países centrales se ha traducido en un notable empeoramiento de las condiciones financieras globales, particularmente en los EEUU. Y ello ya ha impactado negativamente en otros indicadores generales del ritmo de negocios, como lo ejemplifica la confianza del consumidor (**Figura 11**). Aceptando el compromiso anti-inflacionario de los distintos bancos centrales en casi todo el planeta, es de esperar que estas condiciones financieras se sigan deteriorando, y su impacto económico sea creciente, anticipando una reducción significativa en el nivel de crecimiento económico en los próximos meses. El carácter coordinado y casi universal de la contención monetaria en los últimos meses no tiene muchos referentes históricos, y su impacto sobre el nivel de actividad también puede ser excepcional.

La **Figura 12** reporta la magnitud del cambio esperado en el nivel de crecimiento mundial de aquí al año 2024, según los cálculos del Banco Mundial. El crecimiento global se proyecta desacelerando desde niveles del 5.7% anual en 2021 a un promedio de 3% en los próximos tres años. Y esa desaceleración se espera más acentuada para EEUU y Europa, con perspectivas de observar un crecimiento el año próximo tan bajo como 1% y 0.5%, respectivamente. Detrás de estas proyecciones también se anticipa la continuación de una fuerte reducción del gasto público global, a medida que los países terminan de desarmar los planes paliativos que enfrentaron la pandemia Covid. De todas formas, es importante resaltar que todavía no se espera un período de recesión, aunque tal escenario no debiera subestimarse en absoluto.



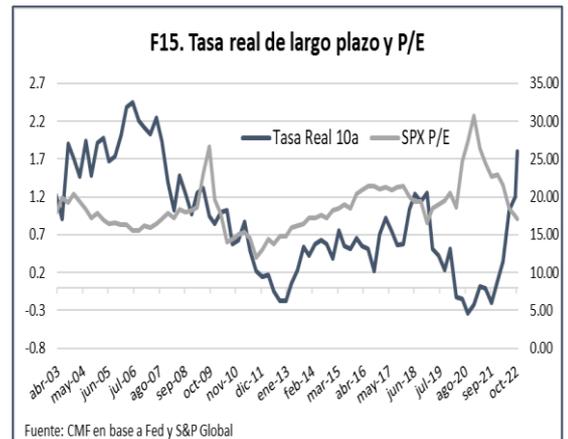
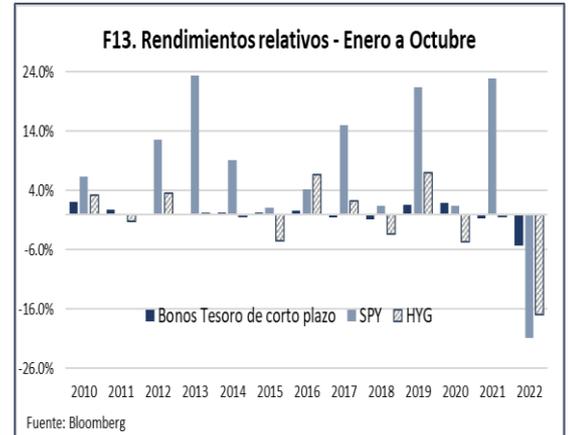
IV. Los activos de riesgos comienzan a insinuar valor

El cambio descrito en la percepción sobre inflación, tasas y crecimiento económico ha sido el correlato de fuertes pérdidas recientes en los distintos mercados de activos. La **Figura 13** resume el impacto en algunos de los mercados americanos en lo que va del año, principalmente en acciones, bonos de alto rendimiento, y bonos del tesoro de corto plazo. Es llamativo como ninguno, ni siquiera el activo más seguro de todos, ha podido evitar pérdidas importantes, acumulando rendimientos negativos que van del 5% al 20%, siendo los últimos meses proporcionalmente más severos para la renta fija que para las acciones (**Figura de portada**).

Ese comportamiento, sin embargo, ha modificado notablemente algunos parámetros de valuación, mejorando las métricas de inversión para el inversor con mayor apetito por riesgo. Tomando las acciones americanas como ejemplo, a los niveles actuales de expectativas de ganancias corporativas, la razón P/E estimado del S&P se aproxima a 15, que, en promedio, por última vez se observara en 2011 (**Figura 14**). Aunque los últimos meses han seguido mostrando buenos resultados corporativos, todavía cabe la duda si las expectativas de ganancias futuras no son muy optimistas. Hasta ahora las compañías han mantenido márgenes muy altos, que no necesariamente podrán sostener en un escenario recesivo. Pero también es verdad que los índices accionarios tienen hoy una mayor representación de compañías con alto poder de mercado, que explicaría márgenes más altos que los históricos.

La **Figura 15** sugiere que hasta ahora el movimiento accionario ha reflejado plenamente el impacto de la tasa de descuento que el aumento de tasas representa. En los últimos días, las tasas reales implícitas a 10 años, en los EEUU, han alcanzado niveles de casi 2.0%, sólo vistos con anterioridad a la gran crisis financiera global. Y no hay que olvidar los factores estructurales largamente discutidos, principalmente la demografía y los niveles de concentración del ingreso, que explican ahorros crecientes sosteniendo tasas bajas. Igualmente, el shock inflacionario actual es de una magnitud extraordinaria, y ello eventualmente exija tasas más altas aún. De ser necesarias, tipos más elevados significarían una nueva pérdida de valor accionario, lo mismo que ganancias corporativas peores de las esperadas. Pero una mínima contención en la presión de tasas largas también podría tener un gran efecto favorable en el mercado de acciones.

A pesar del muy mal desempeño de la renta fija hasta ahora, los nuevos niveles de tasas comienzan a ofrecer oportunidades para aquel inversor que quisiera anclar rendimientos altos para los próximos años, independientemente del riesgo valuación de corto. Sin embargo, la **Figura 16** sugiere que los bonos no incorporan ningún riesgo anormal, a pesar de la alta incertidumbre actual. Ello sugiere que el riesgo en el mundo de renta fija de alto rendimiento tal vez este subestimado. En circunstancias como las actuales, y a los precios relativos existentes, son más aconsejables los bonos o índices de grado de inversión o de algunos mercados emergentes.



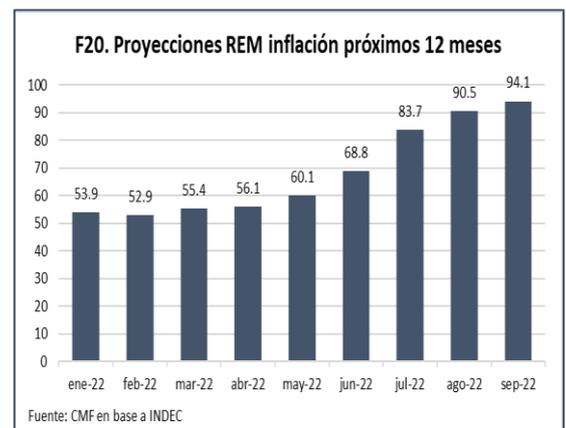
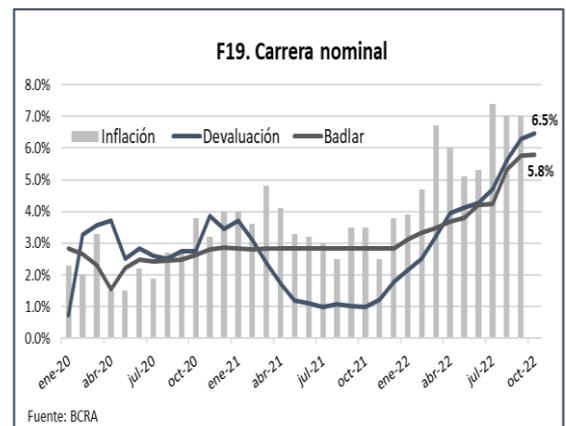
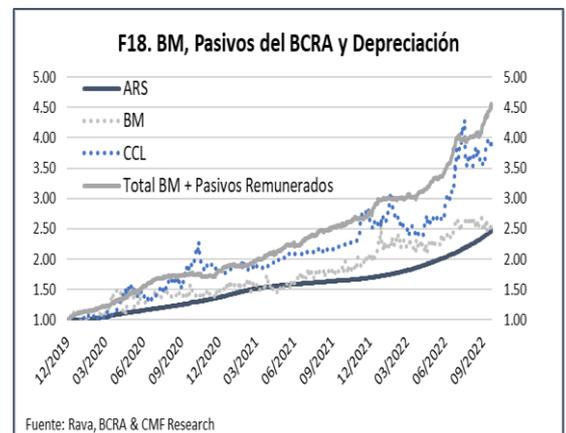
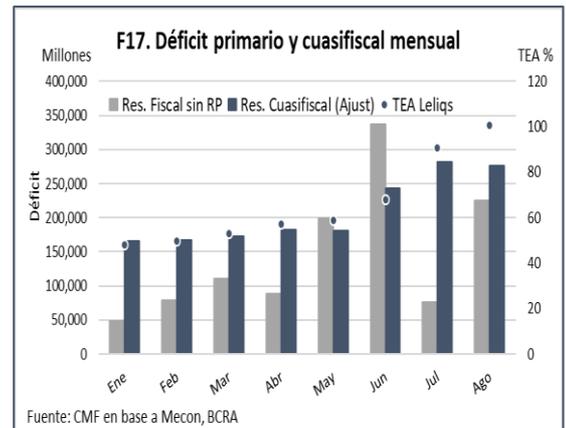
V. Argentina: jugando peligrosamente con la fragilidad nominal

El nombramiento de Sergio Massa introdujo cierto control y lógica en las decisiones económicas/financieras, que fueron fundamentales para estabilizar temporalmente luego de la corrida contra los bonos del Tesoro vivida en junio pasado. Pero a pesar de tener el diagnóstico correcto, que el problema principal de la economía actual radica en el peso del estado, su financiamiento monetario, y el descontrol de precios relativos existentes, el nuevo ministro no pudo corregir ninguno de los desequilibrios identificados. La **Figura 17** sintetiza el resultado obtenido: una pequeña baja del déficit fiscal fue más que excedida por el aumento del déficit cuasifiscal del BCRA (aún ajustando por el impuesto inflacionario), solo exacerbando el exceso de pesos existentes.

En términos monetarios, el exceso de pesos no ha podido ser controlado, más bien todo lo contrario. La **Figura 18** muestra como el total de pasivos del BCRA ha seguido subiendo a un ritmo creciente, amenazando la estabilidad de los tipos de cambio no oficiales por la abundancia de pesos existentes en el sistema. La absorción de pesos por sobre el nivel de base monetaria controla parte de los agregados, pero simplemente potencia los desequilibrios a medida que los pasivos remunerados del BCRA llegan a vencimiento. A pesar de todo, el tipo de cambio oficial ha seguido el crecimiento de la base monetaria, mientras que el CCL ha quedado nuevamente rezagado del crecimiento agregado de pasivos monetarios.

Al igual que el rápido crecimiento de los pasivos totales del BCRA, la aceleración de la devaluación del tipo de cambio oficial también agrega presión a los niveles de inflación, casi que promoviendo una carrera nominal hacia arriba. La **Figura 19** revela las últimas vueltas de esa carrera, donde el tipo de cambio oficial le empieza a ganar a la inflación sólo recientemente, revelando la preocupación de las nuevas autoridades económicas por evitar un mayor atraso cambiario, pero haciendo muy poco para modificar ese precio relativo de una manera mas decisiva y relevante.

El resultado de todas estas decisiones de política económica es simplemente la aceleración inflacionaria. La **Figura 20** muestra como han ido evolucionando las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. Vale recordar, que la inflación en septiembre del año pasado era sencillamente la mitad de la inflación actual. El gran problema es el riesgo de no linealidad entre el crecimiento de los agregados monetarios y el nivel de inflación. La impresión que deja el gobierno, es que ha elegido una inflación creciente como parte del ajuste corrector que se necesita, pero subestimando enormemente los riesgos que eso encierra. La fragilidad actual se complica aún más cuando incorporamos la creciente necesidad financiera del Tesoro Nacional y la reducción de la base imponible del impuesto inflacionario. A la fecha, los pasivos remunerados del BCRA representan el 180% de la base monetaria. Ello también expresa la pérdida relativa del poder de absorción del Banco Central.



La **Figura 21** nos recuerda el delicado calendario financiero que enfrenta el Estado, con la gran mayoría de los vencimientos cayendo antes de las PASO el año próximo. La dificultad de extender la madurez de los pasivos del sector público más allá de las elecciones de octubre es un elemento esencial al caracterizar los riesgos de los próximos meses. Según el calendario actual, se esperan vencimientos de la deuda del Tesoro en pesos de casi 1 trillion por trimestre, o 25% de la base monetaria. El gobierno nuevamente puede optar por monetizar gran parte de estos vencimientos, pero a riesgo de exacerbar aún más la dinámica inflacionaria en curso. Mientras tanto, los últimos canjes de deuda han ganado tiempo, pero a costo de debilitar aún más la solvencia del Sector Público Nacional.

El evidente atraso del tipo de cambio revela otra fragilidad a la coyuntura actual (**Figura 22**). En septiembre, el gobierno lo pudo sortear con la introducción del dólar soja, que le permitió comprar más de USD5 mil millones de reserva. Pero esa compra simplemente adelantó ventas futuras, anticipando una escasez de dólares para los meses por venir. A partir de ahora se esperan más restricciones a las importaciones, condicionando la actividad económica y agregándole presión a los precios domésticos. El gobierno hasta ahora ha evitado la opción de una devaluación discrecional para mejorar el tipo de cambio real. En realidad, ausente una notable y convincente contención fiscal, tal iniciativa luce extremadamente riesgosa, pudiéndose perder el poco control que se tiene de la dinámica nominal de la economía.

El análisis de los párrafos previos ayuda a explicar porque los activos más demandados son los activos privados tanto los indexados a la inflación o dólares. En el cortísimo plazo, o mientras el gobierno pueda mantener su compromiso con la deuda en pesos, todavía encontramos atractivos los bonos indexados al CER, seguidos por aquellos indexados al tipo de cambio oficial (**Figura 23**). Las LECERES siguen siendo la mejor opción de cobertura para una inflación que seguirá sin dar tregua. Los bonos duales constituyen otra alternativa atractiva, pero solamente más valiosa para aquel que requiera protección contra una devaluación oficial, ofreciendo una opcionalidad CER casi sin costo.

Desafortunadamente, ni en lo inmediato tenemos una visión positiva sobre la deuda soberana en dólares. Los inversores extranjeros han perdido todo apetito por Argentina, y los últimos movimientos de precios validaron tal predisposición (**Figura 24**). La deuda soberana en USD eventualmente tendrá valor, pero sólo cuando se vislumbre viable una nueva administración que promueva un cambio fiscal sustentable de 180 grados.

GCañonero

Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/u omisión del contenido.

