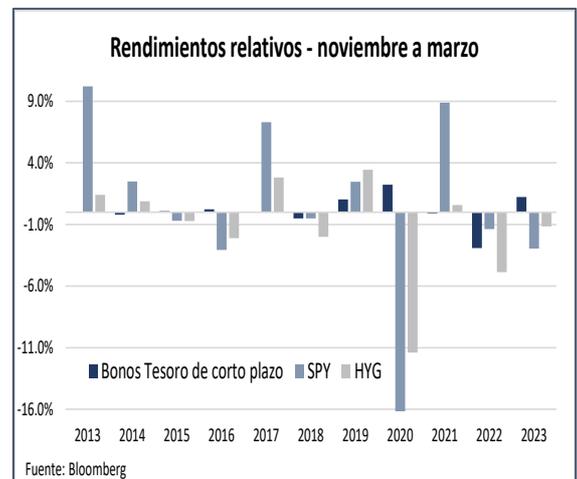
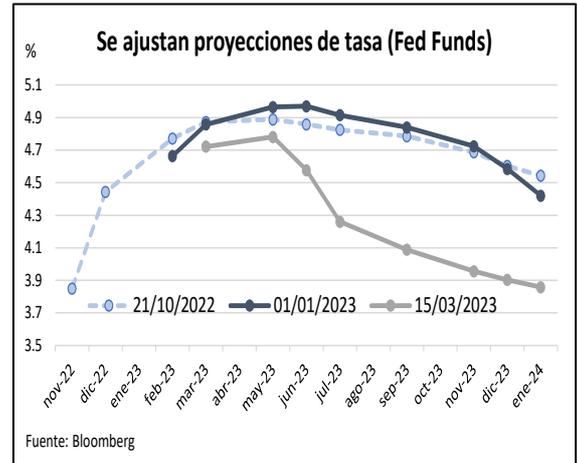
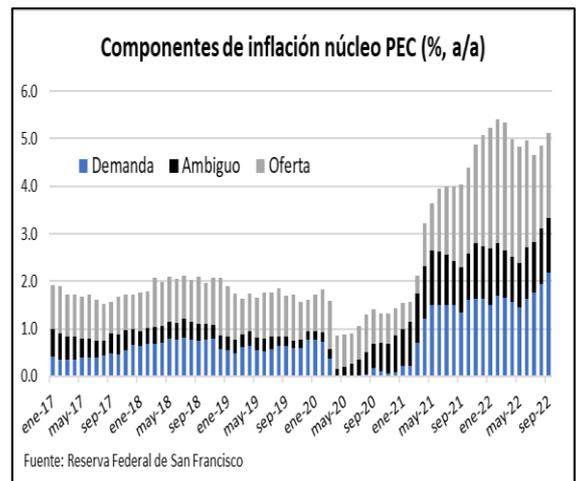


17 de marzo de 2023, Vol 3, #1

Las recientes tensiones bancarias no obstruyen mayores tasas

- Los indicadores de la economía real siguen condicionando al desafío antinflacionario global.** Los últimos datos confirmaron que las restricciones de oferta han casi desaparecido, pero la inflación de servicios se ha mostrado extremadamente resiliente. Las proyecciones de tasas de interés actuales lucen en línea con un contexto crecientemente complejo, pero no parecieran incorporar plenamente el compromiso de los principales bancos centrales. Las recientes tensiones bancarias son preocupantes; pero lejos de substituir la política monetaria, son parcialmente una consecuencia directa de la misma.
- Los activos de riesgo asumen una dominancia financiera que, al menos por ahora, no se percibe justificada.** El mercado financiero actualmente anticipa una *Fed* que comienza a reducir su tasa de referencia en septiembre, posiblemente sobrestimando la relevancia de eventos bancarios recientes. Indicadores de actividad y un mercado laboral todavía vigoroso aún sugieren la necesidad de más política de contención, eventualmente conduciendo a una temida pero inevitable desaceleración económica.
- Una incertidumbre creciente convalida una mayor cautela.** El muy buen comienzo del año para casi todos los activos ha sido nuevamente amenazado por números inflacionarios preocupantes, un mercado laboral todavía en crecimiento, y la emergencia de zozobras bancarias. Mientras las valuaciones accionarias lucen altas y frágiles, la renta fija ofrece rendimientos atractivos. En el corto plazo, la consolidación de la curva de rendimientos seguramente mantenga la volatilidad elevada en todos los activos. El uso diligente de coberturas y opciones sigue siendo una estrategia sugerible para aquellos participantes con menos convicción o más adversos al riesgo, complementando un interesante rendimiento en bonos de cortísimo plazo.
- Argentina: a falta de soluciones concretas, el voluntarismo solo incrementa los riesgos de una fuerte aceleración inflacionaria.** El nombramiento de Sergio Massa trajo inicialmente cierto orden y criterio económico al gobierno, ganando tiempo precioso. Pero los recientes números fiscales y la nueva moratoria previsional insinúan que la necesaria ancla fiscal no será un instrumento contundente en este año electoral. Mientras tanto, la inflación se vuelve a acelerar y el último canje de la deuda doméstica revela la progresiva problemática del financiamiento público. En este contexto, sólo resta esperar mayor inflación y menor actividad económica con niveles finales todavía inciertos.



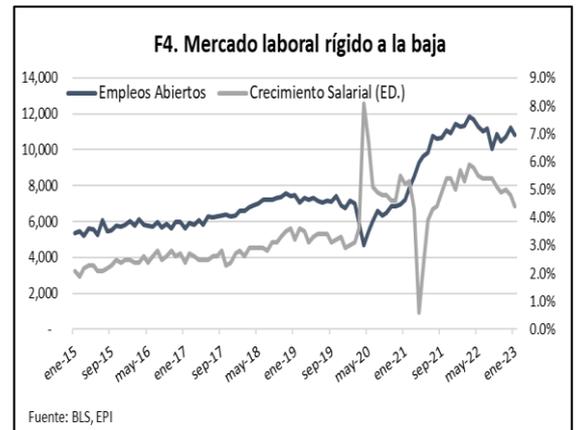
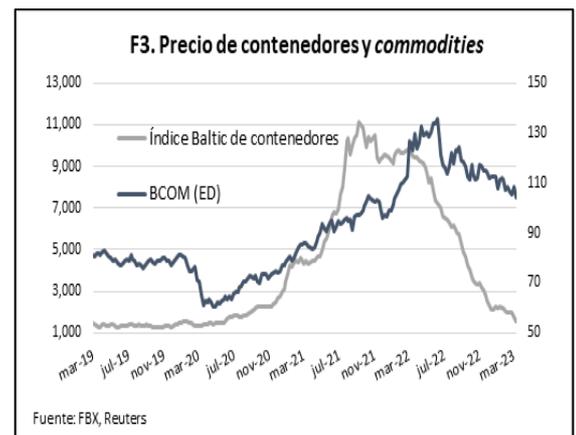
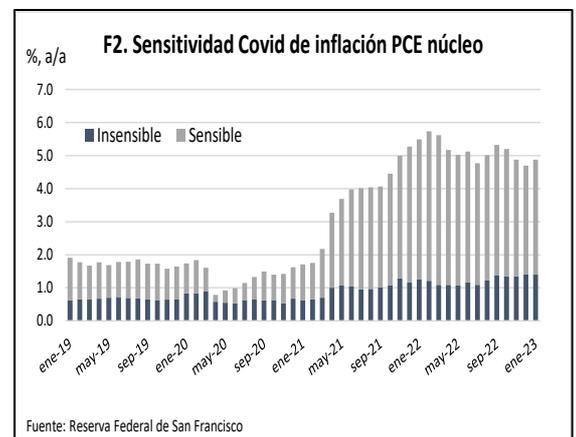
I. Tasas cortas tienen más espacio para seguir subiendo

Luego de varios meses de bajas consecutivas, los datos de inflación y actividad de enero, tanto en EEUU como Europa, han vuelto a sembrar dudas sobre un rápido sendero de desinflación. En EEUU la persistencia en la inflación de servicios, primero insinuado por el índice de precios al consumidor, y luego ratificado por el núcleo del índice de gasto personal (*Core PCE*) representa una poderosa razón para la preocupación. Las distorsiones en la oferta generadas por la pandemia Covid se han resuelto en su gran mayoría, pero todavía se convive con un mercado laboral muy robusto, y un gasto del consumidor relativamente inflexible. En este contexto, es esperable que la Reserva Federal de los EEUU (*Fed*) imite la reciente decisión del Banco Central Europeo (*ECB*), siguiendo su proceso de restricción monetaria por unos cuantos meses más (**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 han seguido un proceso parsimonioso de descompresión, aunque cierta inercia seguirá presente por unos meses más (**Figura 2**). Según esta medición de la inflación *PCE* núcleo, que es la relevante para la autoridad monetaria, el componente insensible al Covid viene mostrando cierta estabilidad en los últimos meses, llegando a 1.4% en enero de este año. La inflación núcleo sensible a la pandemia se desaceleró más, pero sigue alta, cayendo a 3.48% en enero, pero por arriba del 3.29% de diciembre 2022. 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, muy por sobre el objetivo del 2% de la Reserva Federal.

La continua caída en los precios de los principales *commodities* y la brusca desaceleración en la inflación de contenedores, siguen siendo por ahora las mejores noticias en términos des-inflacionarios (**Figura 3**). De igual manera, la fuerte suba del costo de las hipotecas también se espera contenga drásticamente el precio de las viviendas y los alquileres en los meses siguientes, aunque se proyecta un importante rezago a medida que los nuevos contratos de alquileres se computen en el índice de inflación (entre 3 y 6 meses).

Un mercado laboral americano todavía muy demandado personifica la principal amenaza contra una rápida desinflación. El número de empleos disponibles ha bajado en las últimas semanas, pero todavía excede la oferta activa 2 a 1 (**Figura 4**). Un dato positivo es que la tasa de separación comienza a caer, sugiriendo una mayor preocupación por la estabilidad laboral. La inflación salarial en los EEUU ha estado desacelerándose en los últimos 12 meses, de casi 6% anual a 4.4%, pero los nuevos puestos laborales siguen contratándose a salarios crecientes. A modo de referencia histórica, es válido recordar que en los EEUU el aumento salarial en los años previos al 2020 ha estado apenas por arriba de la inflación, en promedio 3% al año contra 2% de inflación.



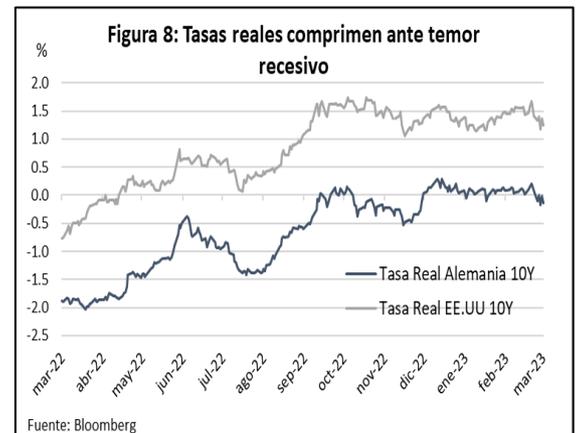
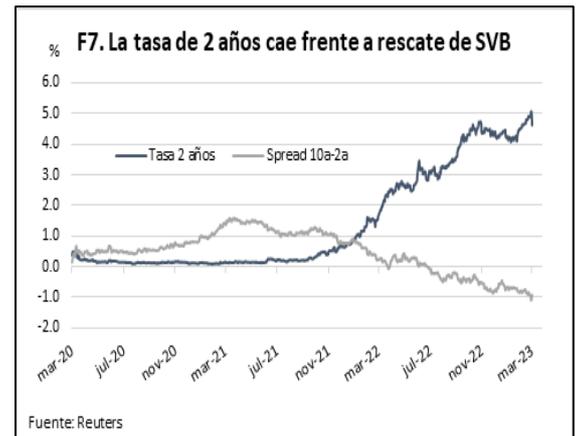
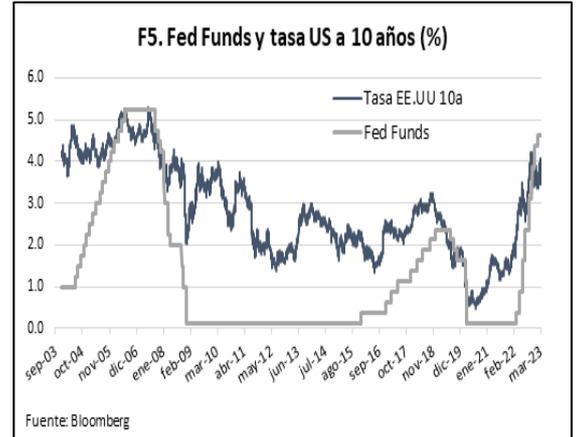
II. Tasas subiendo desafían un escenario económico complejo

Las recientes zozobras bancarias en California y Suiza se han sumado a la persistencia inflacionaria para constituir un contexto enormemente delicado para las decisiones de política monetaria. Ello se refleja perfectamente en una suba esperada de sólo 25pbs en la próxima decisión de la Fed el 22 de marzo, seguida por un rápida baja de tasas a partir de septiembre. Confirmando la fragilidad de perspectiva actual, la tasa de 10 años del Tesoro americano cayó 50bps después del cierre del Banco de Silicon Valley el fin de semana pasado, luego de mostrar una sorprendente estabilidad. La **Figura 5** muestra en retrospectiva el comportamiento de ambas tasas.

Definitivamente, el reciente aumento de las tasas de interés ha tenido como beneficio la preservación de la credibilidad anti-inflacionaria de los bancos centrales, como lo sugiere la **Figura 6**. Justamente cuando los últimos datos de inflación habían comenzado a afectar esa perspectiva, las corridas sobre los bancos regionales en EEUU y el *Credit Suisse* ayudaron a estabilizar esa expectativa muy cerca de la meta del 2%. La decisión reciente del *ECB* de subir su tasa de referencia 50pbs a pesar de las nuevas preocupaciones bancarias, seguramente ha ayudado a ratificar el compromiso antiinflacionario de los bancos centrales. La esperada suba de la *Fed* la semana entrante debiera simplemente reforzar esta señal de política.

La pendiente de la curva de rendimiento en los EEUU (**Figura 7**) también grafica el movimiento de las tasas en los últimos meses. Las tasas cortas no han parado de subir desde mediados del 2021, y al mismo tiempo comenzaron a elevarse las tasas largas, pero siempre en un rango proporcionalmente menor, como era lógico esperar. La necesidad de mayores tasas cortas se exacerbó recientemente, hasta que algunos pocos, aunque relevantes, bancos introdujeron una nueva preocupación a la perspectiva actual, siempre preservando la fuerte reversión existente en la curva de rendimientos. 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 menos de 150pbs, que parecieran reflejar bien la combinación de riesgos inflacionarios y exceso de ahorro global (**Figura 8**).

En la última edición de esta carta se sugirió la posibilidad del mencionado 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 ha confirmado. 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, confirmando que la presión a la baja en las tasas largas no debiera subestimarse. Por ello, continuamos esperando que las subas en las tasas largas estén muchísimo más contenidas que la tasa de *Fed Funds*. Incluso, no sorprendería ver una baja en las tasas largas consolidándose en los próximos meses.



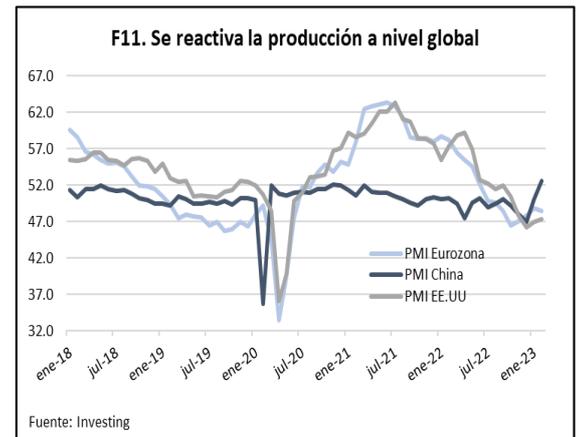
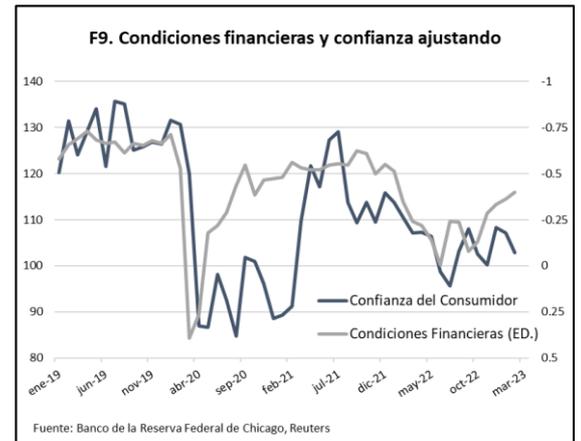
III. Una realidad económica extremadamente compleja

La suba de tasa en los países centrales en los últimos meses 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 9**). Sin embargo, previo a la reciente preocupación bancaria, las condiciones financieras habían mejorado, manteniendo un sesgo no demasiado contractivo. Se hace difícil prever una fuerte desaceleración inflacionaria sin que estos indicadores vuelvan a implicar una contención en la demanda agregada. El quiebre de la inflación se ha logrado, pero las condiciones generales para una segura convergencia a la meta del 2% no parecieran estar nada garantizadas. La tensión reciente en algunos bancos regionales probablemente ayude en ese proceso, pero difícilmente sea el catalizador necesario, siempre que siga contenido en algunas pocas instituciones.

El mercado de hipotecas, en combinación con la actividad inmobiliaria (**Figura 10**), simbolizan un sector donde el empeoramiento de las condiciones financieras afecta de manera más evidente. El aumento reciente del costo de las hipotecas en los EEUU ha sido considerable, alcanzando niveles no vistos desde principio de los 2000's. Ese mayor costo ha comenzado a impactar en el mercado de viviendas de forma progresiva. La inflación implícita en este mercado ya se ha reducido desde más de 20% anual, en marzo del año pasado, a 4.65% en el último registro, o cercano a niveles históricos. 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, y debiera comenzar a reflejar una baja significativa en su inflación en los próximos meses.

Pero otros indicadores, como las ventas minoristas o los datos del sector servicios en EEUU, así como la producción manufacturera fuera de EEUU, no lucen consistentes con alguna retracción apreciable en la actividad económica global. Las ventas minoristas en EEUU crecieron al 3% en enero, luego de caer 1.1% el mes previo, todavía mostrando signos de una resiliencia considerable. De la misma manera, la información del sector servicios continúa reportando una recuperación robusta. En China, la producción manufacturera ya lleva dos meses de una significativa recuperación. En general, los índices de producción manufacturera excluyendo EEUU también denotan signos de retorno a un ciclo de crecimiento positivo (**Figura 11**).

El remanente del positivo efecto ingreso que tuvo la pandemia en EEUU pueden explicar parte de la firmeza observada en el gasto de consumo en esa economía. La estabilidad de empleo también favorece la estabilidad de los ingresos. La **Figura 12** ilustra como el ahorro excedente del 2020-21 se está agotando rápidamente, pero que el ingreso por trabajo puede seguir robusto por unos cuantos meses más, complicando adicionalmente la tarea de los bancos centrales en su convergencia a una inflación de largo plazo.



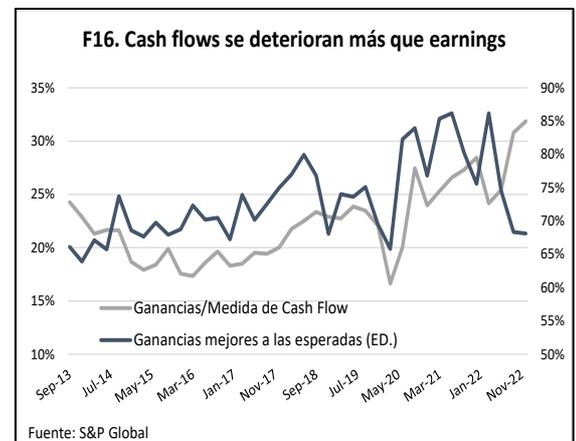
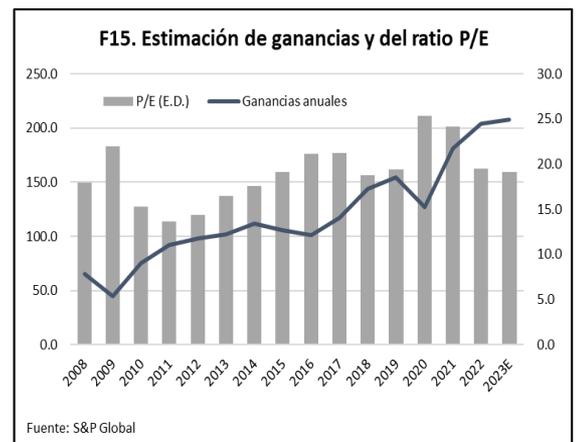
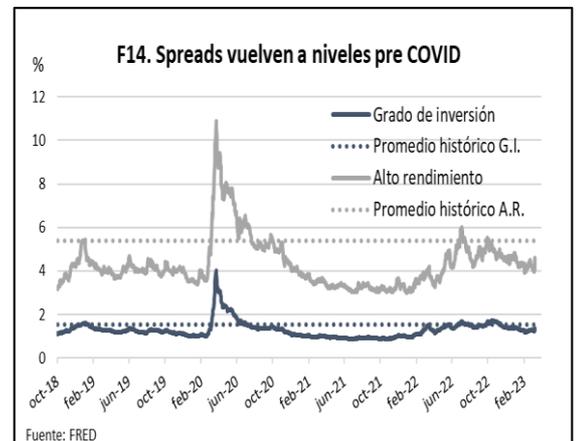
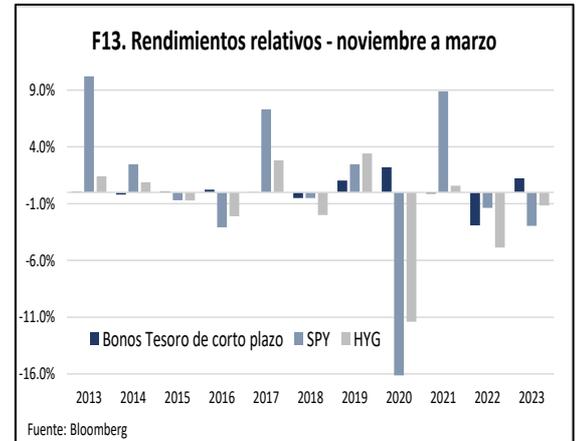
IV. Acciones más expuestas a la incertidumbre que los bonos

La confirmación del quiebre en el nivel de inflación alcanzado a partir de octubre del año pasado ha permitido buenos rendimientos en los distintos activos de riesgos en los últimos 4 a 5 meses, aunque recuperando sólo parcialmente lo perdido al comienzo del 2022. La **Figura 13** resume el performance de los principales activos entre noviembre 2022 y marzo del corriente. La perspectiva continúa desafiante, en particular luego que el sector bancario evidenciara los primeros signos del costo de tal estabilización. En ese contexto, tasas cortas rindiendo cerca de 5% son una gran tentación para mantenerse relativamente cauto y fuera de activos de mayor riesgo.

En cualquier caso, el relativo éxito ya logrado en la contención de la inflación y la relativa normalización del costo del dinero, ayuda a contener el riesgo de una corrección mayor en el mercado de activos. Hoy parecen existir muchísimas oportunidades, tanto en acciones como en el mundo de la renta fija para aquel inversor con un horizonte de mediano y largo plazo. Para los más adversos al riesgo y/o impacientes, las acciones americanas lucen vulnerables a peores resultados de los esperados y una mayor tasa de descuento. El riesgo en renta fija pareciera estar más limitado si se acepta la hipótesis que el exceso de ahorro global pone un techo a las tasas largas, inmunizándolas parcialmente hasta de una revisión al alza de las tasas de política monetaria en EEUU y Europa. De todos modos, dados los spreads históricos, esta moderación del riesgo luce mejor individualizada por los bonos grados de inversión que los de alto rendimiento (**Figura 14**).

A los niveles actuales de expectativas de ganancias corporativas, la razón P/E estimado del S&P se aproxima a 19, o dentro del rango superior de esta métrica de valuación (**Figura 15**). Los últimos meses han seguido mostrando buenos resultados corporativos, pero los mismos ya comienzan a declinar, y las expectativas aún no incorporan escenarios recesivos. Hasta ahora las compañías han mantenido márgenes muy altos, que no necesariamente podrán sostener en un escenario más adverso. Igualmente, los índices accionarios tienen hoy una mayor representación de compañías con alto poder de mercado, que explicaría márgenes más altos que los históricos.

Un elemento de preocupación que viene siendo señalado con creciente énfasis es el hecho que los resultados corporativos reportados han sido progresivamente superiores a la generación de efectivo de las empresas (**Figura 16**). Esa diferencia es la mayor en 25 años, motivando serias dudas sobre la sustentabilidad de los resultados reportados. Ese dato particular, sumado a una valuación relativamente alta, una importante subestimación del riesgo recesivo, y un rendimiento alternativo sin riesgos relativamente alto (o bajo *equity risk premia*) hacen de las acciones americanas un activo vulnerable. Una mejor valuación en Europa y en el mundo emergente compensan notablemente por los riesgos macroeconómicos, pero no los neutraliza por completo. El caso reciente del SVB, o del *Credit Suisse*, son una pequeña demostración de los riesgos inherentes.



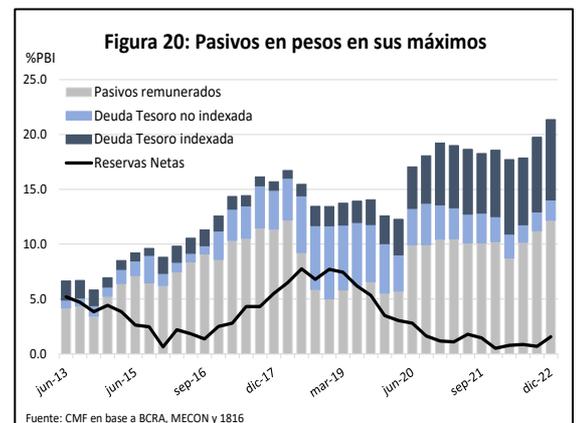
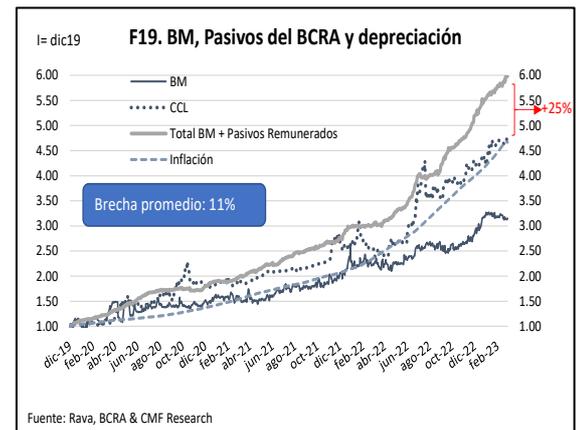
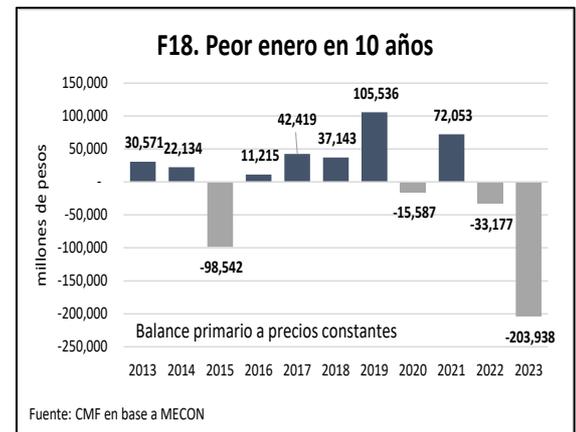
V. Argentina: fragilidad creciente hasta las elecciones

El ordenamiento en la lógica económica que introdujo el nombramiento de Sergio Massa como Ministro de Economía ha ido perdiendo efectividad a falta de resultados contundentes. La economía lleva 5 meses de crecimiento negativo y ese sendero probablemente empeore por la falta de reservas y limitaciones crecientes a la importación. Al mismo tiempo, la inflación mensual se ha estabilizado por sobre el 6% mensual, también afectando negativamente el ingreso real de consumidor (**Figura 17**). Lamentablemente no se anticipan cambios relevantes que puedan revertir esta tendencia antes de las elecciones presidenciales de octubre 2023.

La falta de una convincente política de contención del déficit público es la verdadera debilidad de la estrategia del ministro Massa. La **Figura 18** revela que el resultado fiscal de enero fue el peor comienzo del año de la última década. Probablemente parte de lo reportado en enero sea lo que se evitó reportar en diciembre para cumplir con las metas acordadas con el FMI. El último enero también incorpora algunos adelantos en importación de energía. En todo caso, la situación actual, de un fuerte exceso de pesos y falta de reservas, exige un drástico ajuste fiscal que no se anticipa posible, ni deseable, por la administración actual.

En términos monetarios, el exceso de pesos no ha podido ser controlado, más bien todo lo contrario. La **Figura 19** muestra como la base monetaria y el total de pasivos del BCRA han seguido subiendo a un ritmo creciente, amenazando la estabilidad de precios. Es preocupante que el ritmo de inflación se haya acelerado respecto al crecimiento de la base monetaria en los últimos meses. Asimismo, los pasivos totales del BCRA permiten explicar parcialmente el comportamiento del tipo de cambio paralelo (CCL), aunque esa correlación muestra baches temporales. La falta de confianza en la capacidad del control de precios hace que todo pasivo monetario se anticipe monetizable e inflacionario, y eso probablemente mantenga la presión cambiaria e inflacionaria.

La **Figura 20** sintetiza el problema actual desde una perspectiva histórica. La misma ilustra como han crecido los pasivos en pesos del Tesoro en manos privadas juntamente con los pasivos del BCRA, mientras el nivel de reservas internacionales se iba contrayendo. Como resultado, hoy la masa de pasivos en pesos del sector público neto representa 21.4% del PBI contra 9% hacia fin de la última administración Kirchnerista, y 12% hacia el final de la administración Macrista. Esa diferencia en el nivel de pasivos ciertamente ayuda a explicar porque la inflación pasó de 27% a más del 100% durante esos 8 años. Como se ha discutido repetidamente en ediciones anteriores de esta carta, la falta de reservas internacionales hace aún más crítica esta situación, desechando el único mecanismo efectivo para absorber los pesos excedentes. La otra alternativa remanente es un fuerte superavit fiscal.



La **Figura 21** nos recuerda el delicado calendario financiero que enfrenta el Estado, con la gran mayoría de los vencimientos cayendo antes de las elecciones en octubre del corriente. 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 trillón por cuatrimestre, 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 último canje de deuda ejecutado el 9 de marzo del corriente, sólo hizo más nítido el problema actual. De un universo elegible de \$4.2 trillones en manos del sector privado, se estima que como máximo un 15% participó en la operación. Ello permitió posponer vencimientos por \$800 mil millones, que es apenas la mitad del déficit primario proyectado para los meses de marzo a junio, el horizonte temporal de la deuda alcanzada en ese canje. En otras palabras, el refinanciamiento de la deuda actual es un problema grande, pero fuertemente exacerbado por el déficit fiscal corriente. Trantando de relacionar el riesgo de desfinanciamiento con el impacto financiero, la **Figura 22** muestra una simulación del valor teórico del dólar paralelo (CCL) en caso que el sector privado no refinance 10%, 20% y 30% de sus tenencias actuales. La relativamente pequeña diferencia entre uno y otro escenario revela la importancia del déficit en ese desequilibrio, que exige un financiamiento fresco cuantioso.

Como si ello fuera poco, la **Figura 23** grafica en términos comparados el alcance de la sequía actual con otras previas. Las nuevas estimaciones proyectan pérdidas de hasta USD20 mil millones en el corriente año. Un menor costo de energía es un paliativo, pero aún así se estima una excases de dólares en el año en curso que puede exceder fácilmente los USD15 mil millones. Tal brecha será muy difícil de cubrir con nuevo financiamiento comercial, en particular luego del aumento casi forzado del mismo en 2022. Lo único que le resta al gobierno es contener drásticamente las importaciones y/o devaluar el tipo de cambio oficial.

Desafortunadamente, todo lo descripto en los párrafos previos sugieren una fragilidad nominal creciente. La deuda en pesos de corto plazo puede ofrecer una cobertura temporaria, en el presente bastante arbitrada entre tasas fijas y CER. La deuda indexada al tipo de cambio oficial es otra buena alternativa, pero más desde una perspectiva de mediano plazo y utilizando activos corporativos en lugar de deuda pública (**Figura 24**).

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.

