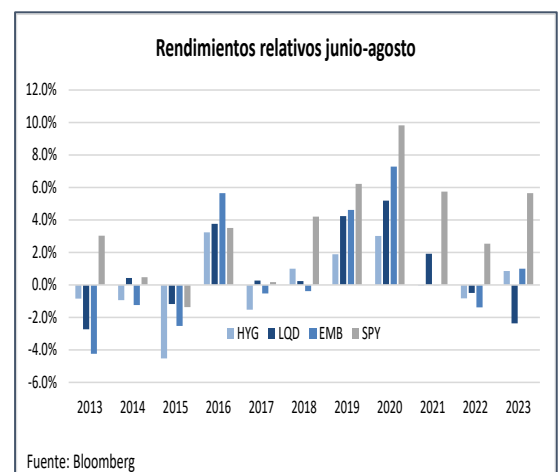
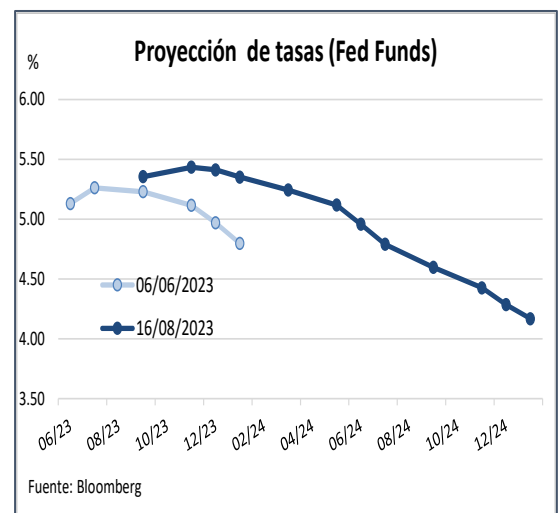


18 de agosto de 2023, Vol 3, #3

Tasas elevadas y volátiles desalientan la toma de riesgo

- **Riesgos inflacionarios siguen exigiendo tasas altas.** Los datos más recientes confirmaron que la inflación general en los países centrales ha seguido desacelerándose, en parte ayudada por la finalización de restricciones de oferta y el comportamiento benigno del precio de los *commodities*. Por el contrario, la inflación que excluye precios de alimentos y energía continúa mostrándose extremadamente resistente, sostenida por un mercado laboral que se mantiene muy demandado, empujando salarios más altos y manteniendo un sólido consumo, retroalimentando la presión inflacionaria.
- **Una lenta desinflación exagera la volatilidad de las tasas de interés.** Mientras la *Fed* ya anticipó que llegar a la inflación objetivo llevará un par de años más y la continuidad de tasas elevadas, el mercado pareciera esperar un progreso más rápido y/o menores tasas de interés. Dicha expectativa, posiblemente sobreestime la relevancia de datos recientes, y subestime el compromiso anti-inflacionario de los principales bancos centrales. En paralelo, el creciente gasto fiscal americano y el aumento de la cuenta de intereses amenazan la calidad crediticia del Tesoro de los EEUU, como fuera comprobado por el reciente *downgrade* de Fitch. En este contexto, un inminente fin del proceso de restricción monetaria corre el riesgo de promover mayor inestabilidad en tasas largas.
- **Altas valuaciones en un escenario de tasas volátiles exhortan cautela.** El reciente aplanamiento de la curva de rendimientos global ha desafiado el buen performance de la mayoría de los activos en lo que va del año. Una mayor incertidumbre sobre las tasas largas debiera moderar el apetito por el riesgo en los mercados de activos. Fuerzas estructurales estabilizan dichas tasas, pero no las inmunizan de mayor persistencia inflacionaria. *Spreads* en niveles históricos favorecen los bonos de grado de inversión frente a los de alto rendimiento. Y valuaciones accionarias actuales implican más protección relativa en las compañías pequeñas y medianas, que en los líderes innovadores.
- **Argentina: una larga y complicada espera a octubre.** Sin reservas internacionales, y ausente un programa de estabilización integral, la economía queda expuesta a una mayor presión sobre los dólares alternativos y la aceleración inflacionaria. La falta de una definición política contundente en las PASO mantiene alta la incertidumbre y exagera los desequilibrios acumulados en los últimos 4 años. En este contexto, el gobierno enfrenta un tremendo dilema: ajustar o exponerse a la frágil estabilidad de los mercados financieros en la larga transición hasta las elecciones.



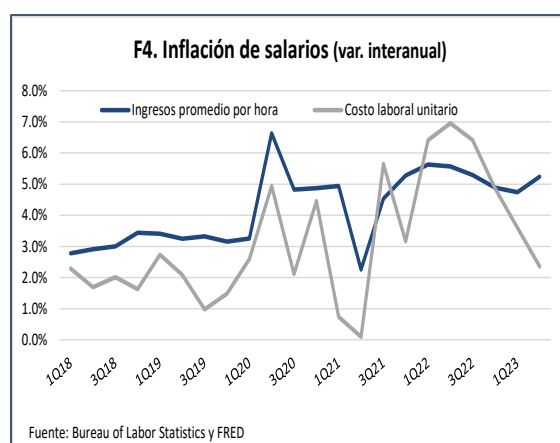
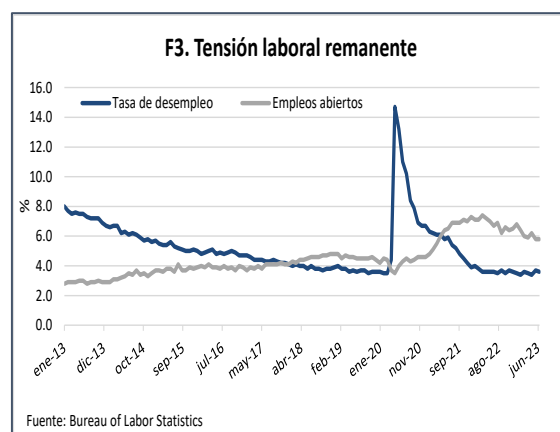
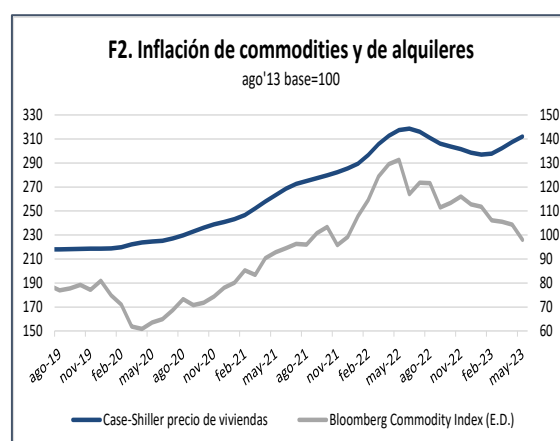
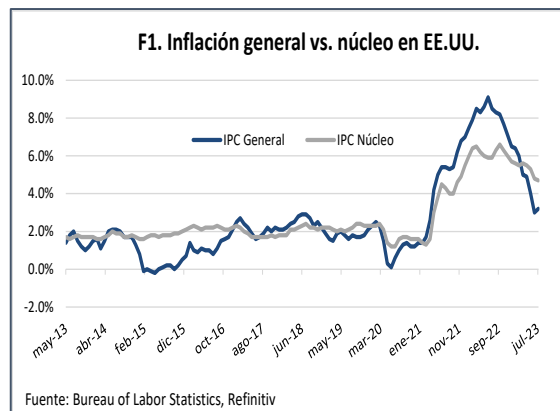
I. Riesgos inflacionarios siguen exigiendo tasas elevadas

Los indicadores de inflación general han continuado desacelerándose en los últimos meses, tanto en EEUU como Europa. Sin embargo, la inflación neta de los elementos más volátiles sigue evidenciando notable persistencia (**Figura 1**). El último registro de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal de junio (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la Reserva Federal de los EEUU (*Fed*), subió 0.17% mensual y 4.1% en 12 meses, todavía muy lejos del objetivo de 2%. Sin embargo, el dato de precios de consumo de julio volvió a confirmar una inflación núcleo mensual en los niveles de 0.2%. Esta última información, conjuntamente con las dudas explicitadas por algunos miembros de la *Fed*, convencieron a la mayoría de los operadores de mercado a presagiar el fin del ciclo contractivo de política monetaria. En realidad, los valores implícitos en bonos sugieren bajas de tasas comenzando tan pronto como diciembre de este año.

Las distorsiones de oferta generadas por la pandemia Covid se han ido resolviendo, como lo refleja la inflación en el precio de contenedores, o de *chips*, volviendo a los niveles de 2019. Asimismo, la persistente caída en los precios de los principales *commodities* ha seguido colaborando en términos desinflationarios. De igual manera, la fuerte suba del costo de las hipotecas también se espera presione hacia abajo el precio de las viviendas y los alquileres en los meses siguientes, aunque se proyecta un importante rezago hasta alcanzar los índices oficiales de inflación. En el rubro de precios de viviendas, sin embargo, comienza a preocupar la relativa escasez y la suba mes a mes de estos precios los últimos meses (**Figura 2**).

La progresiva reducción en el aumento de empleo no agrícola en los EEUU, de 350 mil mensuales a mediados del año pasado a casi la mitad en las últimas dos muestras, también refleja una saludable moderación en demanda laboral. De todos modos, un mercado laboral todavía muy demandado caracteriza la principal amenaza frente a una rápida desinflación. Aunque el número de empleos disponibles ha bajado en los últimos meses, este todavía duplica la oferta activa (**Figura 3**).

El aumento del costo laboral en los EEUU se ha desacelerado con respecto al 5.5% anual de mediados del año pasado, pero este año no ha podido quebrar el piso de 4.4%, que por primera vez registró en enero (**Figura 4**). El relativo estancamiento en la tasa de inflación salarial apoya la preocupación de los expertos en ese mercado, quienes advierten que la relativa independencia reciente entre la tensión laboral y la inflación puede ser transitoria. Los salarios reales recién han comenzado a compensar lo perdido durante la pandemia, y ese ingreso creciente debiera ayudar a sostener la demanda por consumo. El último dato de inflación de precios de producción núcleo de julio mostró una aceleración a 0.3% mensual, después de estar por debajo de 0.2% desde comienzo del año, reforzando aún más la sospecha que lo más desafiante de la desinflación está por venir.



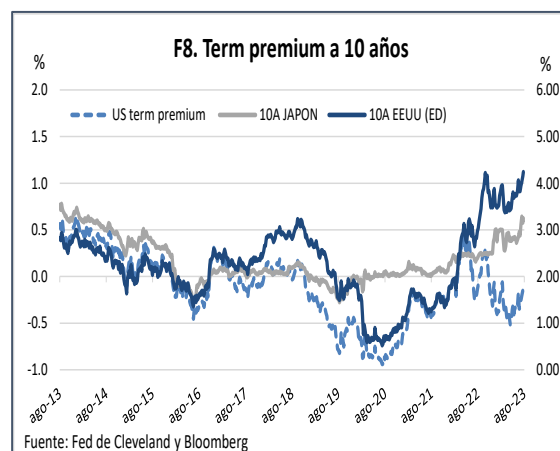
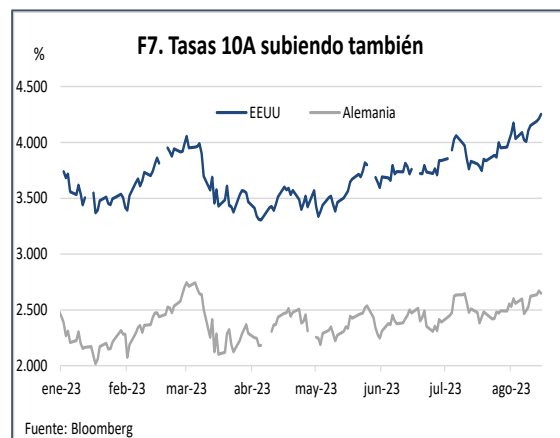
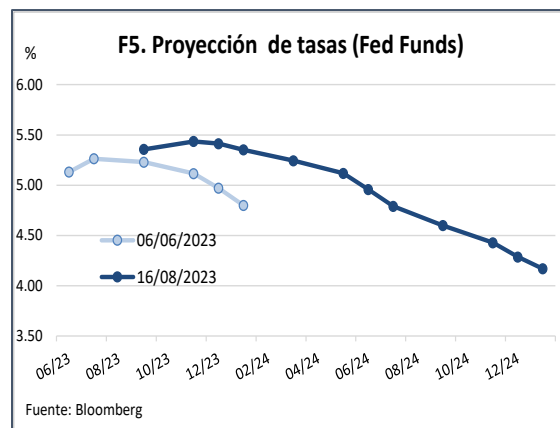
II. Una lenta desinflación exagera la volatilidad de tasas

Como era esperable, la *Fed* volvió a subir su tasa de referencia en julio y el Banco Central Europeo (*ECB*) en junio y julio. Los buenos datos de inflación recientes, más el empeoramiento en los indicadores de condiciones financieras, sugieren que nos estamos acercando al final del proceso de contracción monetaria (**Figura 5**). Esa percepción no es todavía unánime, al menos en el comité de política monetaria de la *Fed*, donde persisten diferencias respecto a los rezagos en el accionar de la política monetaria. Algunos miembros sostienen que los efectos contractivos ya debieran sentirse casi a pleno, ayudados por la tarea de *forward guidance* practicada por los distintos bancos centrales; otros piensan que el impacto pleno recién se sentirá en los próximos meses. Futuras subas dependerán del contexto macroeconómico, principalmente del comportamiento de consumo y de la oferta laboral. La demanda por consumo ha seguido firme, aunque desacelerándose desde los picos alcanzados en pandemia. La oferta laboral también se ha recuperado casi plenamente, pero le falta alcanzar sus máximos. Pero difícilmente el actual entorno le permita a la *Fed* bajar tasas tan rápido como el mercado espera.

Confirmando las discrepancias sobre la perspectiva actual, los precios implícitos en el mercado de activos insinúan que las tasas de política han alcanzado un valor máximo, anticipando un rápido proceso de reducción de las mismas, pero a costa de una mayor expectativa de inflación en el mediano plazo (**Figura 6**). Así mismo, la mayor inflación esperada se ha traducido recientemente en un achatamiento relativo de la curva de rendimientos, pasando parte de la restricción de liquidez a las tasas largas. Desde principios de junio la suba en la tasa del bono del Tesoro americano a 10 años acumula casi 50pbs (**Figura 7**).

El creciente nivel de incertidumbre que refleja la transmisión de tensión de tasas cortas a largas presagia tiempos difíciles para los activos de riesgo. Complicando aún más la perspectiva actual, la curva de rendimiento todavía muestra un nivel relativamente bajo de premio por duración (*term premium*). Como lo ilustra la **Figura 8**, a niveles similares de tasas a 10 años, el premio por duración en 2005-2007 era mayor al actual en aproximadamente 50pbs. La tendencia estructural hacia menores tasas en el tiempo, que esta asociada con causas fundamentales como el envejecimiento de la sociedad global, la creciente concentración de la riqueza, y los excesos de ahorro que ambos generan, pudieran explicar la citada "anormalidad". Sin embargo, dado el nivel de indefinición actual, el riesgo de corto plazo es que las tasas largas tengan un poco más de espacio para reflejar las dudas existentes, elevándose.

La reciente decisión del Banco Central de Japón, de flexibilizar su intervención en la curva de rendimientos, también ha tenido un impacto sobre las tasas largas que puede sostenerse en el tiempo. El Yen japonés ha sido la moneda de fondeo global por excelencia en las últimas dos décadas, promovida por sus bajas tasas de interés y su debilidad asociada. Desde mediados de diciembre, la tasa de 10 años de un bono japonés ha subido a 33pbs, de los cuales 13pbs sucedieron en las últimas dos semanas.



III. La perspectiva fiscal tampoco colabora con la estabilidad

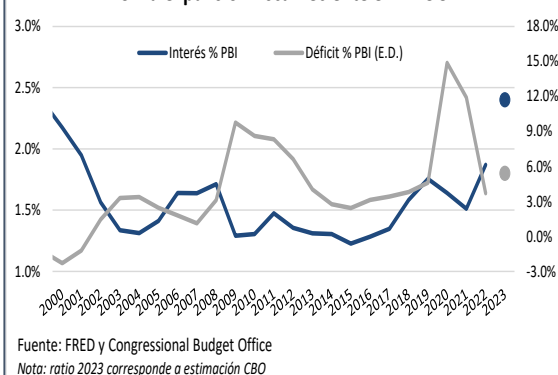
El primero de agosto, la agencia de análisis crediticio Fitch le redujo la calificación de riesgo a la deuda soberana de los EEUU de AAA a AA+. La decisión resalta el deterioro de las proyecciones fiscales para los próximos tres años, el peso creciente de la deuda pública, y la progresiva dificultad experimentada en el Congreso para aprobar aumentos en los límites de deuda. Fitch no reveló nada que la gran mayoría de los analistas no conocieran, pero colaboró en resaltar un preocupante y creciente desequilibrio de las cuentas fiscales, y la ausencia de propuestas concretas para contenerlo.

El déficit del sector público federal en EEUU para este año se proyecta en 6.3% del PBI, o significativamente mayor al 4.7% registrado en 2022 (**Figura 9**). Y el creciente gasto de intereses sólo explica 1/3 del mayor déficit del año. En verdad, la oficina de presupuesto del congreso (CBO) estima que el costo de intereses se duplicará a 3.6% del PBI en 2033, y que el gasto social agregaría otro 1.5% del PBI en el mismo período. Sin embargo, en opinión del ex secretario del Tesoro americano Larry Summers (*Peterson Institute*, 30 de mayo de este año), la perspectiva fiscal es aún peor que la proyectada por la CBO. Esto es así, si se incorporan niveles de tasas más realistas, la tendencia positiva en el precio relativo de la educación y salud, proyecciones más razonables de gastos de defensa, y la persistencia probable de algunas bajas de impuestos. De acuerdo a Summers, la proyección de déficit a 10 años vista debiera exceder 11% del PBI, contra la proyección del 7.3% de la CBO. Si Summers estuviese en lo cierto, la deuda soberana, que la CBO proyecta en 119% del PBI en 2033 (de 113% corrientemente), en realidad llegaría a 145% del PBI en 10 años. Vale recordar que el nivel de esta deuda antes de la pandemia era 100% del PBI.

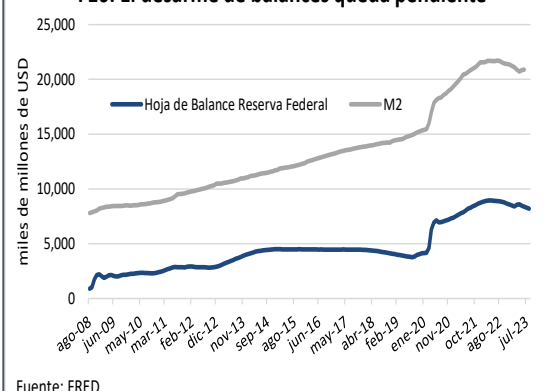
Si el impacto sobre las tasas de largo plazo de este empeoramiento fiscal no fuese suficientemente trascendente, todavía falta incorporar el desarme del balance de la FED, y de otros bancos centrales, que mayormente poseen deuda de larga duración (**Figura 10**). Nadie espera un desarme imprudente de esos balances, amenazando la estabilidad macroeconómica global, pero bien se podría argumentar que esas tenencias seguirán siendo un constante impedimento a una baja pronunciada de las tasas largas en los años por venir.

Por todo lo analizado en los párrafos anteriores, es razonable esperar que las condiciones financieras sigan empeorando (**Figura 11**) y que el crecimiento económico eventualmente sienta el impacto. En realidad, los indicadores anticipados del ciclo económico ya están dando señales de una fuerte desaceleración (**Figura 12**). Esto, de alguna manera, contrasta con la reciente conclusión de la Fed que una recesión es poco probable este año. La perspectiva para el próximo año dependerá de la velocidad a la que baje la inflación, ausente una mayor restricción monetaria, y de la sensibilidad del mercado de activos a la creciente presión fiscal sobre el gasto agregado y las tasas de interés. Estas tendencias bien pueden ser inocuas en el corto plazo, pero tarde o temprano requerirán una resolución, o la aceptación de un mayor nivel de inflación en equilibrio.

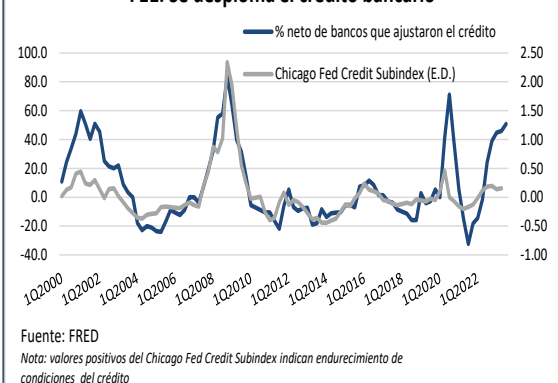
F9. La expansión fiscal reciente en EE.UU.



F10. El desarme de balances queda pendiente



F11. Se desploma el crédito bancario



F12. Indicadores anticipados



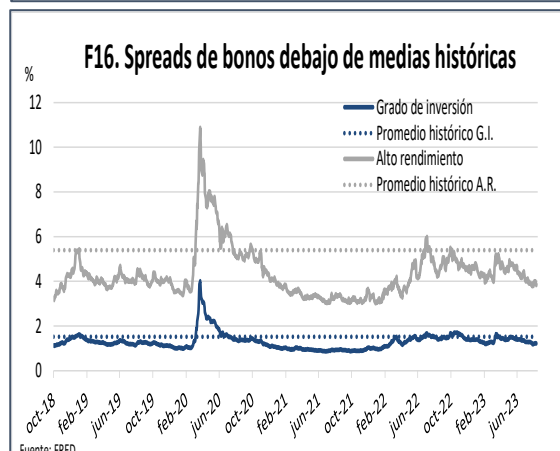
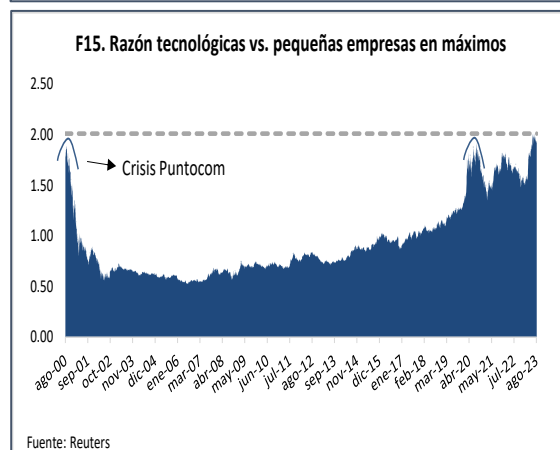
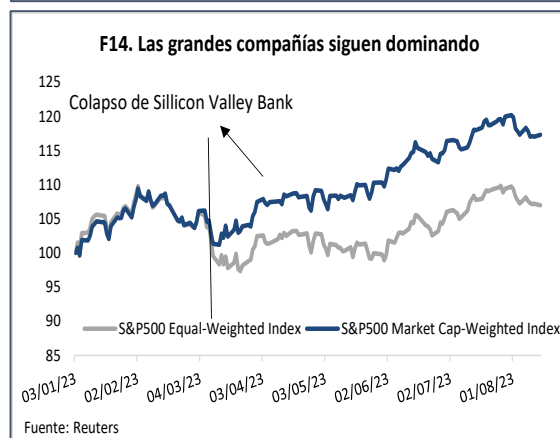
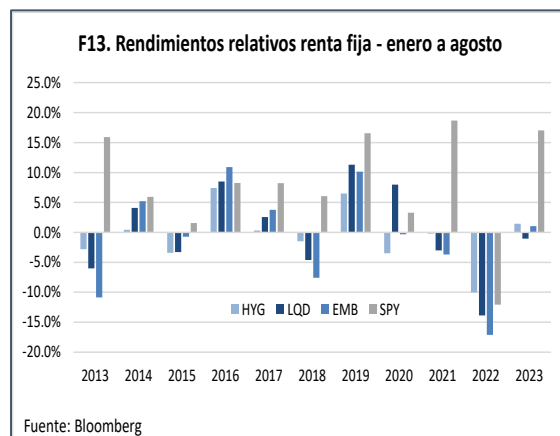
IV. Tasas elevadas y volátiles desalientan la toma de riesgo

La baja paulatina de la inflación, en combinación con un nivel de consumo robusto, ha permitido buenos rendimientos en los distintos activos de riesgos este año. La **Figura 13** resume el performance de los principales activos en lo que va del año corriente. Las últimas semanas, no obstante, han sido testigo de una importante corrección a la baja en la mayoría de los activos. La reciente volatilidad de las tasas largas, y las dudas existentes sobre una desinflación contundente, han desafiado escenarios más optimistas. En esta coyuntura, tasas cortas rindiendo por sobre 5% siguen siendo una gran tentación para mantener cautela inversora, y no rechazar activos de mayor exposición al nivel de actividad.

A los niveles actuales de expectativas de ganancias corporativas, la razón *P/E* estimado del S&P 500 se aproxima a 21.80, o dentro del rango superior de esta métrica de valuación. La misma, sin embargo, se encuentra fuertemente sesgada por algunas pocas grandes compañías. La **Figura 14** ilustra la reciente diferenciación entre esos pocos nombres exitosos y el resto. Los líderes innovadores actuales, o las empresas concentradas en la revolucionaria tecnología de la información, probablemente puedan sostener altos márgenes, aún en la baja del ciclo económico. Pero la verdadera dimensión de esa capacidad excepcional es de difícil cuantificación, y las referencias históricas sugieren cierto exceso de optimismo actual (**Figura 15**). En el resto de las compañías, particularmente las pequeñas y medianas, las valuaciones guardan una mejor relación con la historia, y parecieran ya incorporar una importante desaceleración económica en los meses futuros.

En cualquier caso, el relativo éxito ya logrado en la contención de la inflación, y la normalización del costo del dinero, ayuda a contener el peligro de una caída generalizada y significativa en el mercado de activos. Hoy parecen existir 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 globales que excluyen las principales ganadoras de los últimos meses lucen menos vulnerables a peores resultados de los esperados y una mayor tasa de descuento. Igualmente, 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. Pero nada garantiza inmunidad absoluta en el corto plazo.

Indistintamente, el peligro a una fuerte desilusión frente a una realidad menos constructiva de la anticipado por los mercados de activos exhorta algo de cautela, particularmente en activos de renta variable. En el caso de la renta fija, a los *spreads* actuales, una deseable moderación de riesgo luce mejor individualizada por los bonos grado de inversión que los de alto rendimiento (**Figura 16**). Los principales bancos comerciales ya han venido alarmando sobre el riesgo de masivos *defaults* en deuda corporativa, que generalmente repercute más en los bonos de menor calidad crediticia.



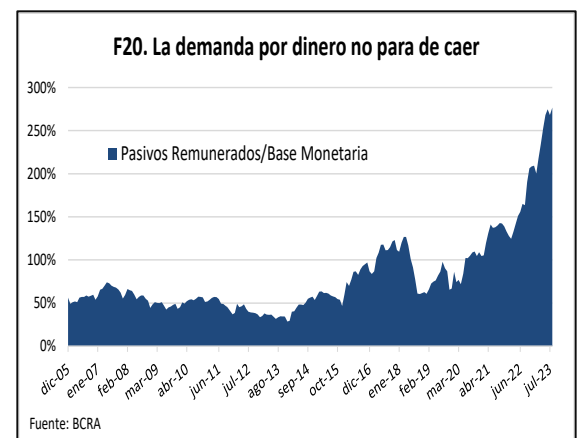
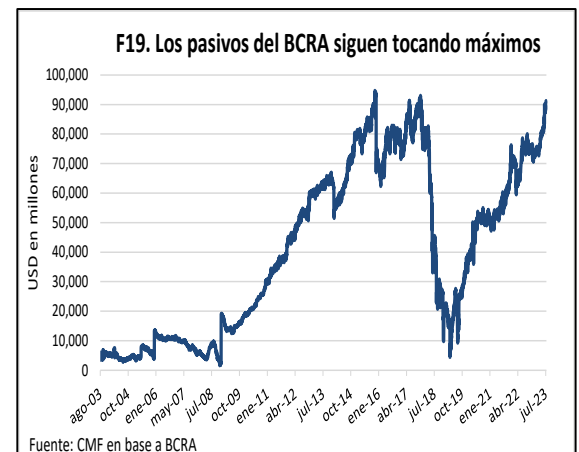
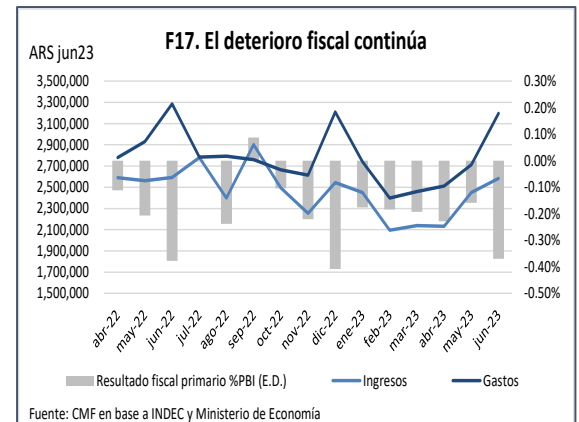
V. Argentina: una larga y complicada espera a octubre

La Argentina llegó a las Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) en una situación macroeconómica dramática. La inflación interanual es de 115% y la proyectada para el mes de agosto se acerca al 10% mensual. El desequilibrio fiscal volvió a ampliarse con respecto al año pasado y se proyecta en al menos 3% del PBI, sin incluir intereses de la deuda pública (**Figura 17**). El financiamiento de ese déficit necesita cada vez más activamente del Banco Central, recomprando deuda en el mercado secundario para que los propios organismos públicos sean los únicos que renueven incrementalmente la tenencia de bonos públicos. El tipo de cambio implícito del mercado de bonos y acciones está 90% más depreciado que el dólar oficial, aún después de la reciente devaluación. Y como si eso no fuera suficiente, las reservas netas del Banco Central son negativas en USD10 mil millones (**Figura 18**), implicando que el 65% de los encajes sobre el total de depósitos en dólares del sistema no estarían disponibles en caso de un retiro generalizado de depósitos.

Las **Figura 19** y **20** sintetizan el problema actual desde una perspectiva histórica. La **Figura 19** ilustra como han crecido 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% del PBI contra 9% hacia el final de la administración Macrista. Tal nivel de pasivos netos había sido prácticamente insignificante durante la década previa. Asimismo, la **Figura 20** muestra como el total de pasivos remunerados del BCRA ha venido creciendo a tasas muchos más altas que la base monetaria, denotando una constante caída de la demanda por pesos. Ambas gráficas ayudan a explicar por qué la inflación pasó de niveles menores al 10% a más del 100% en los últimos 15 años.

Si se proyectara el crecimiento de los pasivos en pesos del BCRA, a partir del déficit esperado y la falta de apetito del sector privado por renovar deuda en pesos, resultaría un crecimiento promedio para los próximos meses de entre 10% y 11% mensual, que debiera ponerle un piso a la inflación resultante en esos mismos niveles (**Figura 21**). La devaluación del 14 de agosto probablemente sostenga ese nivel inflacionario en los dos dígitos mensuales.

Ante ese escenario macroeconómico descrito, el gobierno recibe relativamente poco apoyo popular en las PASO, en una elección que demuestra claramente cierta preferencia social por cambio, en búsqueda de una mayor libertad económica y menos estado. Un resultado electoral inicial que también debilita al gobierno en su poder de negociación frente a los organismos internacionales, el FMI en particular, requiriendo medidas consensuadas con la nuevas mayorías políticas del país. En realidad, las PASO no sólo ponen en duda la capacidad del gobierno por cumplir con lo pactado con el FMI, también introducen la posibilidad que la oposición exija un mayor esfuerzo a lo comprometido con Washington, durante el tiempo que resta hasta las elecciones generales de octubre.



El respaldo de la sociedad para el líder que propone dolarización desde una posición de reservas netas negativas, y el máximo nivel de pasivos en pesos de las últimas décadas, también debiera agregar zozobra a la ya endeble situación financiera actual. Javier Milei predice el acompañamiento de la sociedad, y un masivo flujo neto de dólares privados. Pero, en un escenario menos optimista, una dolarización factible requeriría aceptar un tipo de cambio muchísimo más alto que el actual y/o el reperfilamiento de los pasivos en pesos. A modo de referencia, si el nuevo gobierno consiguiera USD20 mil millones de ingresos, la razón de convertibilidad demandaría de un tipo de cambio 5 veces más alto que el actual contado con liquidación.

Mientras tanto, la **Figura 22** resalta el delicado calendario financiero que sigue enfrentando el Estado, con una fuerte concentración de los vencimientos antes de las elecciones de octubre. El gobierno ha logrado la difícil tarea de extender la madurez de los pasivos del sector público más allá de las elecciones de octubre, pero lo remanente para los próximos meses todavía representa un importante desafío. Según el calendario actual, se esperan vencimientos de la deuda del Tesoro en pesos en manos exclusivamente privadas de \$2,5 millón de millones hasta octubre, o 40% de la base monetaria. Además, hay otros casi \$3,0 mm de puts en tenencia de los bancos. El gobierno puede optar por continuar monetizando gran parte de estos vencimientos, pero a riesgo de desmejorar aún más la dinámica inflacionaria en curso.

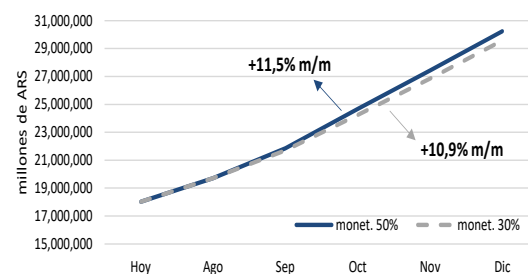
La realidad, es que el BCRA terminó siendo el proveedor neto de financiamiento para el gobierno durante todo este año, transfiriendo dividendos y adelantos transitorios, y también interviniendo fuertemente en la recompra de bonos públicos en el mercado secundario (**Figura 23**). Tal intervención también se refleja en un aumento significativo en el premio por legislación de la deuda soberana (**Figura 24**). Sin reservas internacionales, y con una demanda creciente por cobertura cambiaria luego del resultado electoral, existe el riesgo de un gobierno desesperado interviniendo con bonos públicos, lo que aventura a provocar una fuerte caída en el precio de los bonos soberanos, sin resolver el faltante de dólares.

Desafortunadamente, todo lo descripto en los párrafos previos sugiere una fragilidad nominal creciente. La deuda en pesos de corto plazo puede ofrecer una cobertura temporaria para aquellos agentes limitados por las restricciones cambiarias. En particular, los instrumentos CER o la deuda linkeada al tipo de cambio. La devaluación reciente le ha quitado relativo atractivo a los bonos *dólar linked*. Igualmente, para aquellos inversores que todavía se animen a seguir una apuesta de convergencia en los tipos de cambio, es recomendable utilizar activos corporativos en lugar de deuda pública.

GCañonero

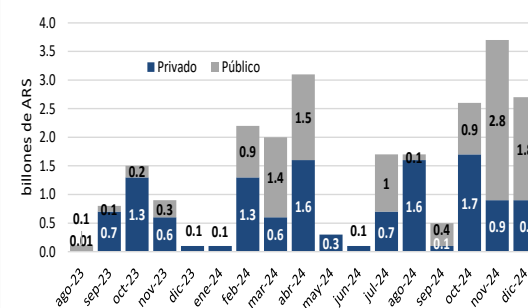
Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/u omisión del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

F21. Inflación en pasivos monetarios esperable
ARS corrientes



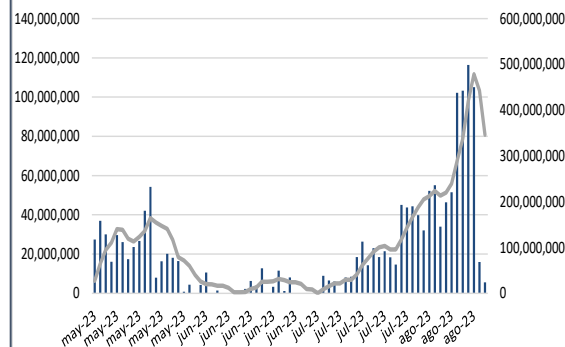
Fuente: CMF en base a MECON

F22. Sigue el desafío del calendario de vencimientos



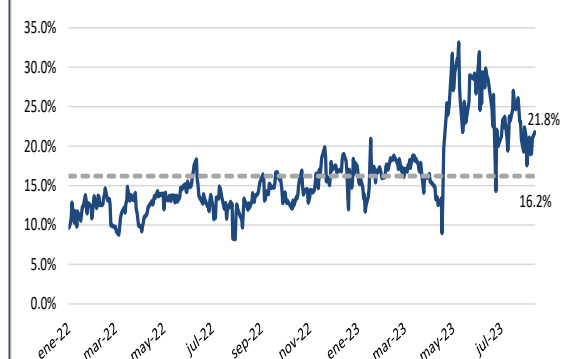
Fuente: CMF en base a MECON y 1816

F23. Intervención en el mercado de bonos



Fuente: CMF en base a BYMA

F24. Spread de legislación



Fuente: CMF en base a BYMA