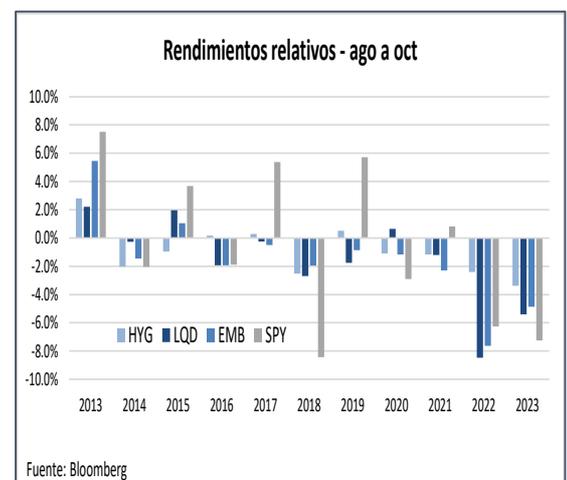
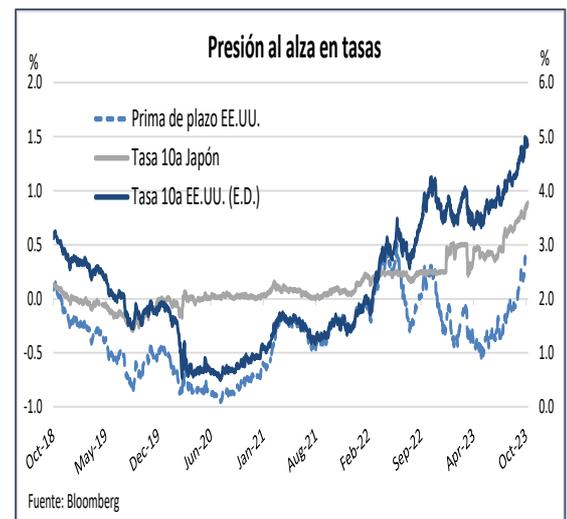
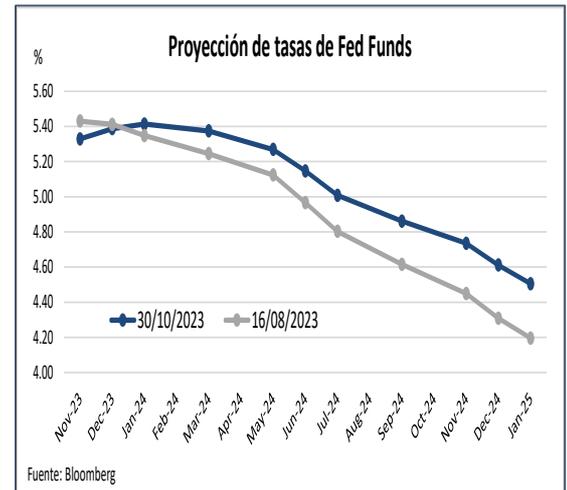


8 de noviembre de 2023, Vol 3, #4

Desaceleración global estabiliza tasas largas

- Compromisos inflacionarios exigen el sostenimiento de tasas altas.** La inflación en los países centrales ha seguido desacelerándose. Sin embargo, un mercado laboral todavía demandado aún desafía el objetivo de una rápida desinflación, empujando salarios más altos y manteniendo un sólido consumo. En contraposición, la significativa suba de tasas largas reciente, y el consecuente empeoramiento de las condiciones financieras, ya convencen a las autoridades monetarias a no arriesgar con mayores dosis de política restrictiva.
- El nuevo nivel de premio por duración colabora con la estabilización de tasas largas.** Tanto el nivel como la volatilidad de las tasas largas en las últimas semanas anticipan un fuerte impacto sobre la actividad. Además, la importante suba del premio por duración registrada en los últimos meses luce mucho más consistente con el nivel de riesgo e incertidumbre actual, probablemente conteniendo nuevas subas. Las tasas largas finalmente incorporan la preocupación por un continuo deterioro fiscal en EE.UU. y una deuda creciente testeando los límites de su demanda.
- Una inevitable desaceleración económica representa el riesgo económico/financiero más inmediato.** La notable desmejora de las condiciones financieras recientes, el impacto adicional de la última suba de tasas en el balance de los bancos, la virtual parálisis del mercado de hipotecas, junto con el paulatino agotamiento de los ahorros excepcionales de la pandemia, ineludiblemente conducirán a un sustancial debilitamiento del crecimiento económico. Al mismo tiempo, una creciente probabilidad de recesión con tasas de corto plazo elevadas debiera mantener abatido el interés por los activos de riesgo, particularmente las acciones o los bonos de alto rendimiento. Por el contrario, una perspectiva de tasas largas alcanzando su relativo techo invitan a anclar buenos retornos en bonos de grado de inversión, menos expuestos al ciclo económico.
- Argentina: entre un salto al vacío y profundizar la decadencia de las últimas décadas.** El resultado electoral terminó ofreciendo las dos alternativas más extremas para el próximo gobierno. Una representa la continuidad del *statu-quo*, menos anticapitalista que la versión kirchnerista, pero con altos niveles de represión financiera, controles de capital, proteccionismo y capitalismo de amigos; difícilmente promotora de la inversión necesaria para el desarrollo deseado. La otra, caracterizada por una dolarización sin dólares y un ajuste fiscal indefinido, simplemente ofrece un acto de fe, con riesgos de un rápido fracaso o ingobernabilidad, que bien podría terminar nutriendo al mismo sistema fracasado del pasado, exacerbándolo.



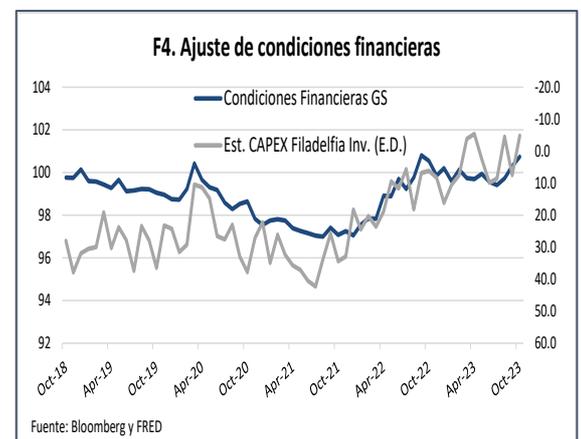
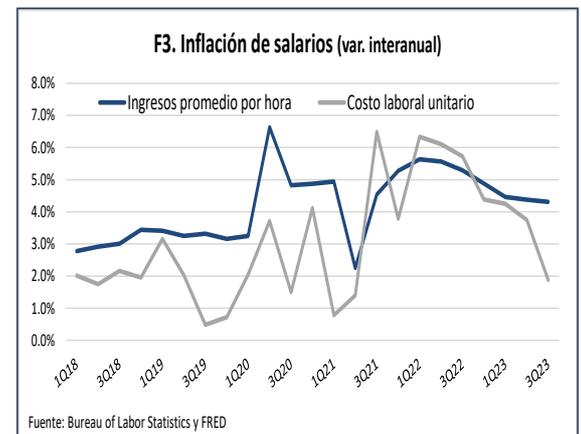
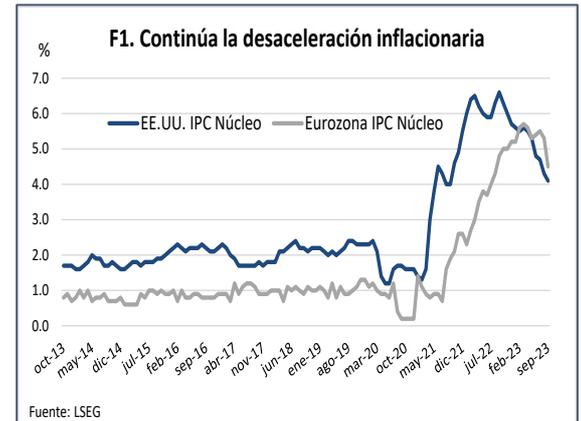
I. Compromisos inflacionarios exigiendo tasas elevadas

Los indicadores de inflación han continuado declinando en los últimos meses, tanto en EE.UU. como Europa (**Figura 1**). El último registro de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal de septiembre (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la Reserva Federal de los EE.UU. (*Fed*), ascendió al 0.3% mensual y 3.7% en 12 meses, todavía muy lejos del objetivo de 2%. Sin embargo, los diferentes datos de precios de consumo de los últimos meses volvieron a confirmar una inflación núcleo mensual en niveles inferiores al 0.2%. Esta última información, juntamente con algunos datos prometedores de precios industriales y rentas, convencieron a la mayoría de los operadores de mercado a presagiar el fin del ciclo contractivo de política monetaria. La reciente fuerte suba de las tasas largas y su impacto sobre condiciones financieras, reconocido debidamente por miembros del comité monetario de la *Fed* (*FOMC*), colaboraron a reafirmar tal expectativa.

Mayormente resueltas las distorsiones de oferta generadas por la pandemia Covid, la única gran amenaza remanente contra una rápida desaceleración inflacionaria continúa materializada en el mercado laboral. La progresiva reducción en el aumento de empleo no agrícola en los EE.UU., de 350 mil nuevos puestos mensuales a mediados del año pasado a menos de la mitad en las últimas muestras, refleja una saludable moderación en demanda laboral. De todos modos, un mercado laboral todavía muy demandado mantiene viva la presión salarial, y amenaza el coste empresarial. Importante es recordar que el número de empleos disponibles es todavía 50% mayor a la oferta activa (**Figura 2**).

El aumento del costo laboral unitario en los EE.UU. se ha desacelerado con respecto al 5.5% anual de mediados del año pasado, rápidamente convergiendo a un 2% anual (**Figura 3**). Por el contrario, el ingreso promedio por hora sigue creciendo a más del 4% anual, aunque también mostrando cierta desaceleración con respecto al año pasado. De todos modos, el exceso de demanda existente sugiere que una convergencia a costos salariales compatibles con la tasa de inflación objetivo debiera tomar algo más de tiempo, y probablemente un mayor deterioro de la situación económica en general.

Auxiliando con la contención de demanda económica, la última suba de tasas largas se ha traducido en un significativo empeoramiento en las condiciones financieras. Lo mismo se observa en distintas encuestas sobre disponibilidad de crédito o índices agregados, que estiman medidas directas e indirectas del vigor del sistema financiero (**Figura 4**). Una de esas encuestas es la que producen los *Fed* regionales sobre planes de inversión, que claramente denotan el creciente impacto del contexto de tasas en la futura demanda agregada. En la misma dirección, el banco *Standard Chartered* calculó, en un reporte reciente, que de no mediar una importante baja de tasas, el crecimiento económico de los próximos 12 meses se podría desacelerar en más de 110 puntos básicos.



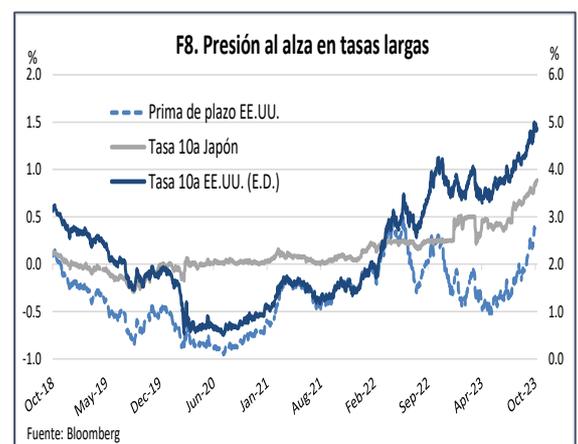
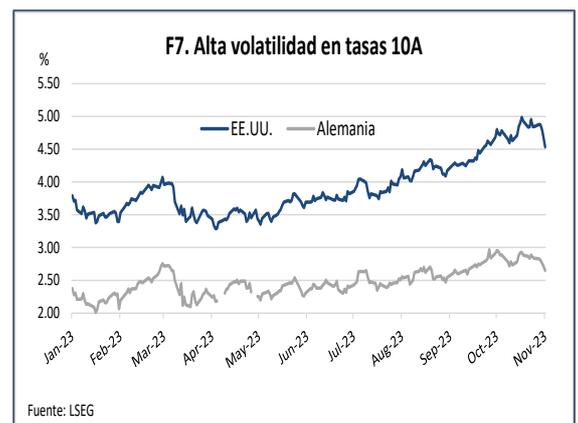
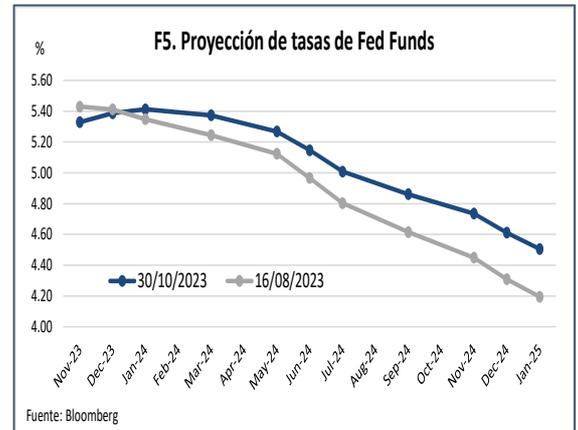
II. Tasas largas altas, pero consistentes con los riesgos inherentes

Como era esperable, la *Fed* volvió a mantener su tasa de referencia en noviembre y el Banco Central Europeo (*ECB*) hizo su primera pausa en octubre 26, luego de una serie de subas ininterrumpidas en los meses previos. Los buenos datos de inflación recientes, más las crecientes restricciones en condiciones financieras, sugieren que ya estamos en el final del proceso de contracción monetaria (**Figura 5**). Esa percepción hoy es casi unánime, aunque los principales miembros del *FOMC* han sido muy explícitos sobre la remanente dependencia de nuevas decisiones a los datos económicos. De todos modos, y a diferencia del pasado, representantes relevantes de la *Fed* reconocen el mayor impacto de tasas largas altas y condiciones financieras mucho más contractivas que en meses anteriores.

Opiniones más balanceadas de las autoridades monetarias y la repetición de pausas en las decisiones de política, han convalidado las expectativas del mercado financiero. Específicamente, los precios implícitos en el mercado de activos insinúan que las tasas de política han alcanzado un valor máximo, y que su descenso podría comenzar tan pronto como en marzo del año próximo. Actualmente, sin embargo, no se espera una fuerte reducción de tasas en los meses futuros, más bien una baja amortiguada en el tiempo. Los más de 100 puntos básicos de corte esperados durante el 2024 en agosto pasado, hoy representan una baja de menos de 75 puntos básicos. Es destacable que los cambios percibidos en las expectativas de tasas han coincidido con una robusta estabilidad en las expectativas de inflación (**Figura 6**).

La suba de tasas largas ha sido en realidad el verdadero mecanismo de estabilización de expectativas en los últimos dos meses. Desde la última edición de este reporte, la tasa de 10 años en los EE.UU. ha subido más de 100 puntos básicos, hasta casi alcanzar 5.0%, para luego descender más de 30 puntos básicos en los últimos días. El movimiento de tasas largas en Europa fue mucho menor; igualmente, la tasa de 10 años de Alemania llegó a subir 50 puntos básicos en el mismo período, hasta alcanzar un pico de 2.9%, para retroceder a 2.65% más recientemente (**Figura 7**).

El nivel actual de tasas largas pareciera ser más consistente con los riesgos inherentes, no siendo esperable una nueva suba sin medir alguna sorpresa. Como fue oportunamente analizado, en agosto la curva de rendimiento todavía mostraba un nivel relativamente bajo de premio por duración (*term premium*), que contrastaba con la creciente preocupación fiscal en los EE.UU. potenciada por el *downgrade* anunciado por Fitch al principio de agosto y la continua caída de demanda extranjera por bonos del tesoro americano. Al mismo tiempo, las sucesivas decisiones del Banco Central de Japón, de flexibilizar su intervención en la curva de rendimientos, también han 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. El movimiento de la tasa de 10 años americana en los últimos dos meses se puede explicar perfectamente por la suba del *term premium* y del costo de fondeo en Japón (**Figura 8**).



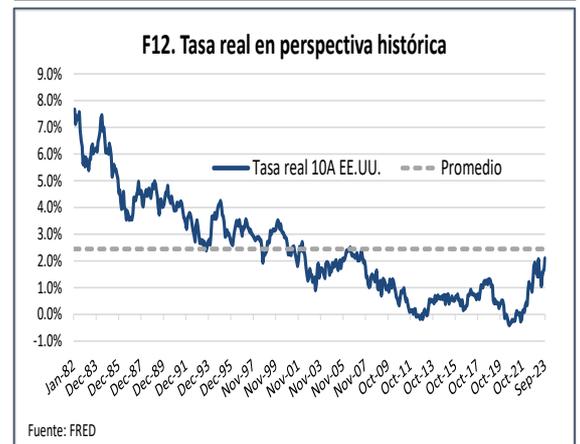
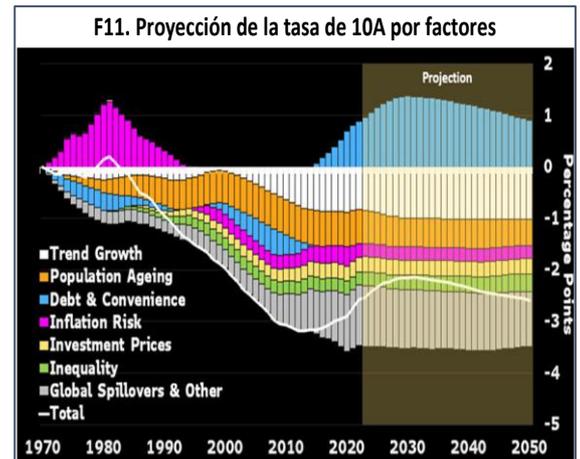
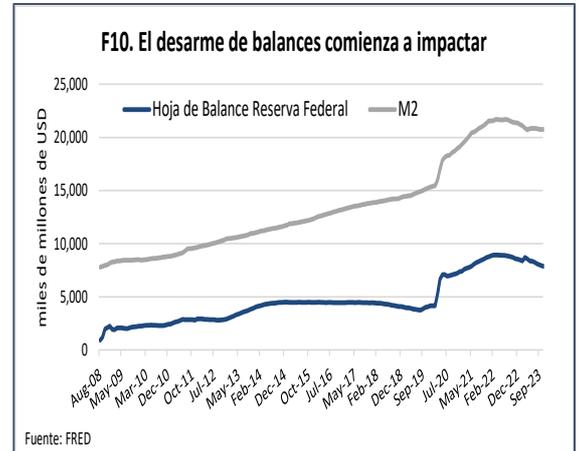
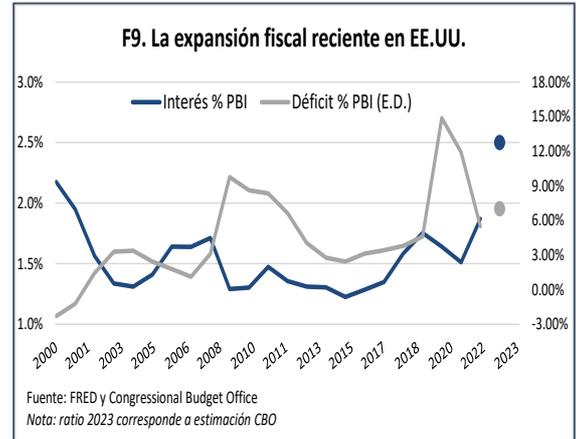
III. Tasas más estables, con riesgos recesivos crecientes

Un nuevo deterioro en los ingresos del sector público federal en EE.UU. en los últimos dos meses modificaron las proyecciones para déficit en el corriente de 6.3% del PBI a más de 7%, o significativamente mayor al 4.7% registrado en 2022 (**Figura 9**). 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. No obstante, en opinión del ex secretario del Tesoro americano Larry Summers, la perspectiva fiscal es aún peor que la proyectada por la *CBO*. De acuerdo con Summers, considerando precios relativos, tasas y gastos más realistas, 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 de 100% del PBI.

A la mayor necesidad financiera resultante de un déficit fiscal más abultado, se le debe sumar el compromiso de la *Fed* de reducir su balance de bonos públicos. Ese proceso ya comenzó, aunque fue temporariamente suspendido por la ayuda que necesitaron los bancos regionales durante el primer salto importante de tasas largas unos meses atrás. En lo que va del año, la *Fed* ha aumentado la oferta de bonos largos en casi 2.4% del PBI y tal magnitud no puede ser neutral al mercado de tasas (**Figura 10**). Obviamente, futuros desarmes debieran contemplar la realidad económica dominante y ser totalmente discretionales a la autoridad monetaria. Pero el sesgo a favor de tasas más altas que dicho compromiso representa no debiera subestimarse.

La posible relación entre las tasas de interés de 10 años en EE.UU. y el dramático cambio de perspectiva fiscal ha sido recientemente evaluada por analistas de *Bloomberg*, utilizando investigaciones disponibles de las *Fed* regionales. Según *Bloomberg*, todos los elementos que ayudaban a explicar una tendencia decreciente en las tasas largas en los últimos años- como ser: bajo nivel de crecimiento económico, envejecimiento de la población, concentración de la riqueza, etc.- siguen ejerciendo la misma presión. Pero desde mitad de la década pasada, la creciente deuda pública en los EE.UU. ha comenzado a contrarrestar parte de esas fuerzas descendientes. Según este estudio, una descomposición actual de los determinantes de esas tasas en EE.UU. sugiere que las mismas debieran haber subido 100pbs en una década, sosteniendo una tasa real de 2.7%, que es consistente con una tasa nominal en el rango 4.5%-5.0% (**Figura 11**).

Desde una perspectiva histórica, los niveles de tasas reales actuales nos transportan al período anterior a la gran crisis financiera global, cuando las tensiones inflacionarias estructurales eran mayores que las actuales, pero la situación fiscal muchísimo más controlada (**Figura 12**). Afortunadamente, las fuerzas movilizadoras de mayor ahorro global siguen vigentes, aunque ya no garantizan tasas reales



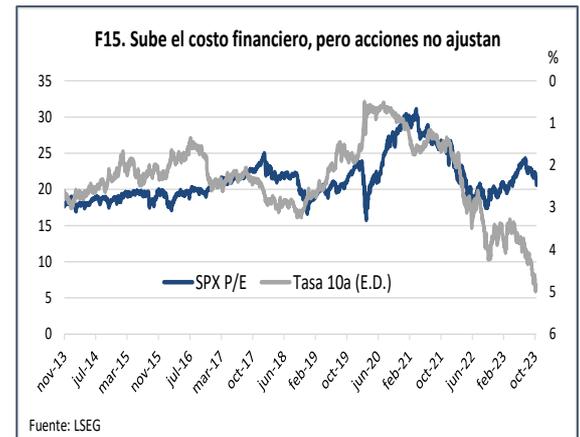
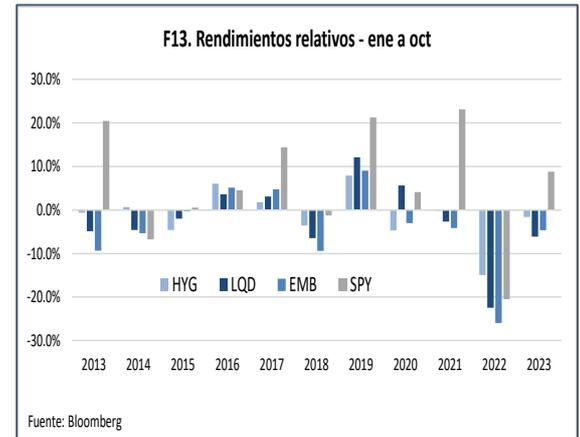
IV. Los bonos grado de inversión ofrecen el mejor balance riesgo/beneficio

El salto en tasas largas observado en los últimos dos meses fue demasiado para los activos de riesgo, cuyas valuaciones cayeron entre 3.5% y 7.0%, siendo las acciones las más afectadas (**Figura 13**). Dentro del universo de bonos, fue sorprendente el buen performance relativo de los bonos de alto rendimiento en comparación con los de grado de inversión. Los bonos de menor calidad crediticia pudieron amortiguar parte del aumento de tasas con menores *spreads*. Los últimos días, no obstante, han sido testigo de una importante corrección a la baja de estas tasas y fuerte apreciación de casi todos los activos. Es de esperar que tasas largas más estables promuevan nuevamente la búsqueda por riesgo, pero que una probablemente fuerte contracción económica condicione el impacto final sobre los distintos activos.

El valor excepcionalmente alto del oro, dado el nivel relativo de tasas de interés, sugiere un grado de cautela que no necesariamente se observa en el resto de los mercados de activos (**Figura 14**). De la misma manera que el oro luce caro históricamente, también lo parecen la mayoría de las acciones. La **Figura 15** ilustra la relación histórica entre la razón precio/ganancias (*P/E*) del S&P 500 con el nivel de tasas largas (escala invertida). Allí también se vuelve a notar cierta ruptura con el pasado, cuando a los niveles actuales de tasas nominales (análisis válido para tasas reales también), la relación de *P/E* debiera ser muchísimo más baja que la actual. Es verdad que el S&P 500 representa parcialmente la fuerte concentración reciente en la fortuna accionaria de las grandes compañías, pero la aparente sobrevaluación persiste aún en las compañías más pequeñas, con actividades menos concentradas.

El relativo éxito ya logrado en la contención de la inflación y la normalización del costo del dinero, ayudan a contener el peligro de una caída generalizada y significativa en el mercado de activos. Hoy parecen existir oportunidades para aquel inversor con un horizonte de mediano y largo plazo. Pero los riesgos de una fuerte desaceleración económica y/o recesión, en un mundo accionario aparentemente sobrevaluado, exige al menos prudencia.

Igualmente, el riesgo en renta fija pareciera estar mucho más limitado, en particular si se acepta la hipótesis de que el nuevo nivel de tasas largas representa mejor el equilibrio actual que las tasas de hace algunos meses. Sin embargo, nada garantiza inmunidad absoluta en el corto plazo. En el caso de la renta fija, a los *spreads* actuales, una deseable moderación de riesgo luce mejor individualizada por los bonos de grado de inversión que los de alto rendimiento (**Figura 16**). Es verdad que los bonos de alto rendimiento han respondido mejor a la volatilidad de tasas recientes, pero también es una realidad que dichos nombres son muchísimo más sensibles a una contracción económica que los de grado de inversión, y el *spread* actual no pareciera contemplar ese riesgo diferencial.



V. Argentina: entre un salto al vacío y más decadencia

El resultado electoral de octubre terminó ofreciendo las dos alternativas más extremas para el próximo gobierno. Una representa la continuidad del *statu-quo*, menos anticapitalista que la versión kirchnerista, pero con altos niveles de represión financiera, controles de capital, proteccionismo y capitalismo de amigos; difícilmente promotora de la inversión necesaria para el desarrollo deseado. La otra, caracterizada por una dolarización sin dólares y un ajuste fiscal indefinido, que simplemente ofrece un acto de fe, con riesgos de un rápido fracaso o ingobernabilidad, que bien podría terminar nutriendo al mismo sistema fracasado del pasado, exacerbándolo.

Desde el punto de vista económico, la delicada situación de los últimos meses sólo se ha agravado marcadamente durante el proceso electoral. Mientras la inflación de septiembre se reportaba en 12.7% mensual, el candidato/ministro Massa anunció una serie de beneficios impositivos que representan pérdida de recursos para el año próximo del orden de 3% del PBI consolidado (**Figura 17**). Además, el gobierno congeló cualquier corrección de precios relativos, aumentando el atraso de las tarifas y del tipo de cambio oficial. Como resultante, sin medidas correctoras, la proyección de déficit primario para 2024 alcanza el 5% del PBI. Realmente preocupante es que el financiamiento del déficit actual cada vez necesita 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.

La situación externa también se ha desmejorado. El mantenimiento de intervenciones en todos los mercados y el pago de deuda de organismos internacionales han llevado el nivel de reservas netas del BCRA a ser el más bajo del que se tiene registro, negativo en USD10.000 MM (**Figura 18**). Tal nivel de reservas netas simplemente implica 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. El tipo de cambio implícito del mercado de bonos y acciones está 145% más depreciado que el dólar oficial. Y como si eso no fuera suficiente, la deuda con importadores no para de acumularse, alcanzando USD55.000 MM en septiembre, contra un promedio histórico menor a USD30.000 MM en los años previos (**Figura 19**).

La combinación de una situación fiscal desbocada y sin financiamiento, y la falta progresiva de dólares, explican perfectamente el nivel de inflación y la fragilidad creciente de la demanda por pesos. La **Figura 20** sintetiza la dinámica de pesos actual desde una perspectiva histórica, mostrando cómo el total de pasivos remunerados del BCRA ha venido creciendo a tasas mucho más altas que la base monetaria, denotando un exceso de pesos y/o una constante caída de la demanda por moneda. Esta gráfica sugiere el rol importante que ha tenido el crecimiento de los pasivos remunerados en explicar la tasa de inflación, que pasó de niveles menores al 10% anual a más del 100% en los últimos 15 años.

F17. El impacto de las medidas recientes para 2024

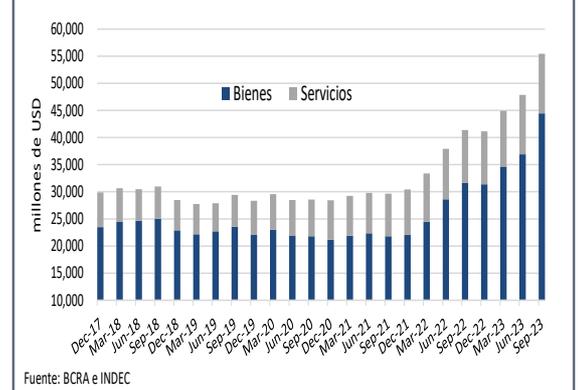
Aplicación recién en 2024 de créditos fiscales frente al IVA por percepciones excesivas a importadores durante 2023 (efecto neto de coparticipación con las provincias)	0.23%
Adelanto del impuesto PAIS sobre importaciones: se pagaba en el momento de pago de la importación y ahora cuando se la autoriza	0.40%
Anticipos de ganancias para grandes empresas que tenían quebrantos	0.06%
Reforma de Ganancias para 4ta categoría (es coparticipable pero se envió un proyecto al Congreso para compensar a las provincias con parte de la recaudación del Impuesto PAIS y Débitos)	0.86%
Devolución de IVA para más de 20 millones de personas	1.44%
TOTAL	3% del PBI

Fuente: MacroView S.A.

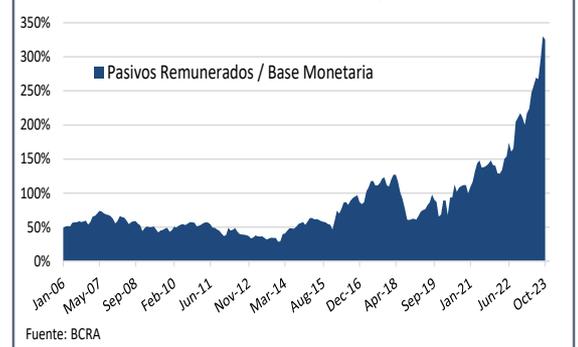
F18. Continúa la caída de reservas



F19. Deuda con importadores



F20. La demanda por dinero no para de caer



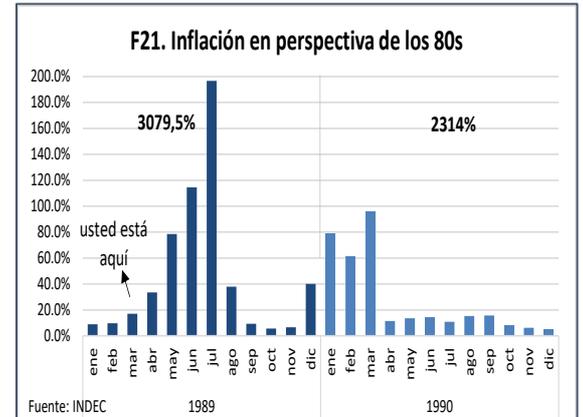
Lamentablemente, la historia económica argentina tiende a repetirse. La inflación proyectada para noviembre se acerca al 15%, nivel alcanzado en marzo de 1989, al comienzo del espiral de precios del primer episodio hiperinflacionario de los 80s (Figura 21). Una nueva hiperinflación puede evitarse, aunque es improbable que se pueda impedir la continuación de una muy alta inflación, al menos para el año próximo. Un gobierno de Massa muy probablemente mantenga o intensifique los controles de cambios que permiten contener, no evitar, un nuevo pico inflacionario. Es por ello que el mercado de pesos reaccionó bien a los resultados electorales, no así el resto de los mercados, en particular el de deuda en dólares. Una administración Massista posiblemente corrija alguno de los desequilibrios actuales, pero difícilmente se pueda esperar un cambio fundamental. Su propuesta de ajuste impositivo luce imposible de aplicar, pero algo de mayor carga impositiva es altamente esperable en este caso (Figura 22). La prognosis de un gobierno Massista es una economía que todavía tiene que lidiar con un déficit importante, requiriendo de inflación alta para financiarse.

En el caso de Milei, la perspectiva es más incierta, porque existe poca precisión de su ajuste fiscal o de su ambicioso plan dolarizador sin dólares. Esto último luce extremadamente desafiante, y puede rápidamente llevar a una nueva aceleración inflacionaria. La **Figura 23** resume el desbalance entre pesos y dólares en la economía argentina actual, y lo compara con la realidad al final del último gobierno de Cristina Kirchner. La suma de pasivos del BCRA más deuda del sector público en manos privadas alcanza hoy el equivalente a USD45.2mm valuados al contado con liquidación (CCL). Esta cifra era de USD65mm en noviembre del 2015. En ese momento, las reservas netas eran negativas USD5mm, y hoy lo son en USD10mm. En diciembre 2015, este desbalance no impidió a la administración Macrista liberar el mercado cambiario, aunque a costo de una inflación más alta inicialmente. Igualmente, vale recordar, que en sus comienzos el gobierno de Macri generaba una fuerte confianza en los mercados financieros, y la brecha inicial entre tipo de cambio oficial y paralelo era en sus días máximos de 50%. En el extremo de una dolarización, no correr riesgos de inestabilidad nominal implicaría tener disponibles USD55mm (USD10mm para compensar por las reservas netas negativas). La **Figura 24** recuerda la magnitud de esos riesgos. Obviamente, se pueden articular mecanismos para hacer el proceso gradual, o bien generar la suficiente confianza para que esos dólares no sean exigibles en ningún momento, pero los niveles de incertidumbre sobre la política económica en este caso todavía sugieren la mayor cautela.

Desafortunadamente, todo lo descrito en los párrafos previos sugiere una fragilidad nominal creciente y niveles de riesgo país siguiendo en sus máximos, sumado al riesgo de muchísima discrecionalidad en la solución de los problemas económicos. En este contexto, los bonos CER, sin ser perfectos, mantienen un atractivo relativo.

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.



F22. Gastos y beneficios tributarios estimados para 2024

En % del PBI		
TOTAL		4,72
IVA		2,05
	Alicuota reducida carnes, frutas, etc.	0,31
	Exención honorarios directorio	0,29
	Diferimiento IVA para MIPYME	0,27
	Exención prestaciones de obras sociales	0,23
	Reintegro IVA a exportadores	0,19
	Alicuota reducida construcción de viviendas	0,15
	Liberación IVA Tierra del Fuego	0,12
	Servicios educativos	0,11
	Resto	0,38
GANANCIAS		0,96
	No diferimiento del ajuste por inflación impositivo	0,39
	Exención jueces y poder judicial	0,16
	Fundaciones civiles, fundaciones, mutuales y cooperativas	0,11
	Resto	0,30
BIENES PERSONALES		0,52
	Inmuebles rurales	0,48
	Resto	0,04
COMERCIO EXTERIOR		0,40
	Reintegros	0,40
OTRAS		0,79

Fuente: Macroview en base a Proyecto de Presupuesto 2024

F23. El exceso de pesos comparado (USD equivalentes al CCL)

USDbn	Base	Pasivos	Bonos SP en privados	Brecha	Total Overhang
Nov-15	40,492	25,145	-	36.80%	65,637
Mar-16	39,297	30,834	-		70,131
30-Aug-23	9,019	27,439	18,811	106.60%	55,268
23-Oct-23	7,633	23,357	14,226	175.10%	45,216

Fuente: CMF base BCRA

