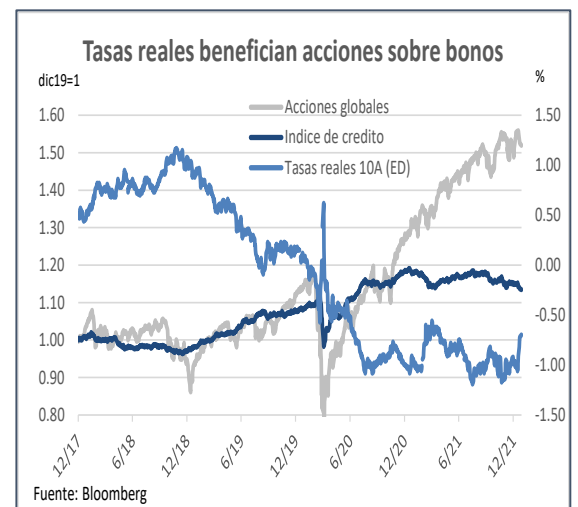
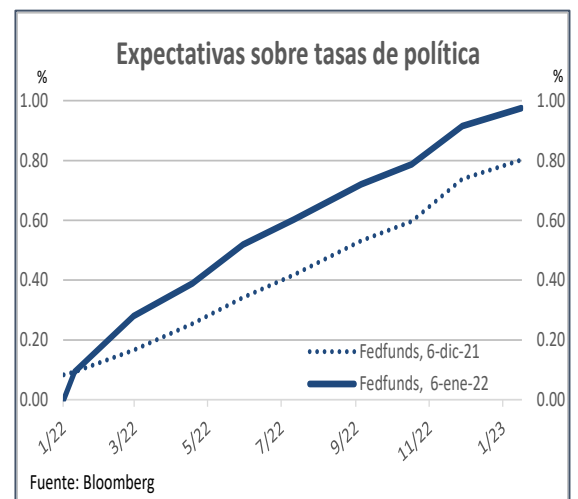


18 de enero de 2022, Vol 2, #1

Transitando entre mayores riesgos y menores retornos

- De pandemia a endemia.** La presencia de cepas más contagiosas, pero menos letales, de Covid vislumbra una transición natural de creciente convivencia con la nueva realidad sanitaria. El sendero a la normalidad, sin embargo, no necesariamente será armonioso. La prognosis sigue siendo constructiva para las acciones globales, pero los próximos meses amenazan con retornos más normales y bastante más volátiles que lo disfrutado desde mediados del 2020.
- Bancos centrales más preocupados por la inflación; pero el sesgo de política sigue siendo la cautela.** La Fed ya reconoció la necesidad de comenzar a actuar antes de lo inicialmente esperado, pero los mercados siguen esperando subas de tasas reprimidas. En Europa, el ECB ha explicitado sus razones para no modificar tasas en todo el año 2022, dejando relativamente expuesto al EUR. Igualmente, y aunque los últimos meses han mostrado moderación parcial en los factores de oferta asociados a la pandemia, es esperable que la política monetaria siga sorprendiendo con mayores tasas a las proyectadas hasta ahora.
- Aunque un delicado balance inflación/crecimiento condicionará la perspectiva financiera, las acciones siguen luciendo más atractivas que la renta fija.** Ajustadas por inflación, las bajas tasas muy probablemente continúen por un buen tiempo, ayudando a mantener el interés en las acciones. Mas allá de la reciente retracción en acciones tecnológicas, la amplia liquidez y los buenos resultados económicos que se anticipan para el cuarto trimestre continúan beneficiando al universo accionario.
- Riesgos de ejecución en la política monetaria, ingresos menos excepcionales, y alta valuación conspiran con la selectividad.** Aunque la capacidad de ganancias y el poder de mercado seguirá identificando a los posibles ganadores del año, el contexto exige diversificación, y la búsqueda de compañías sólidas en sectores cíclicos y de valor todavía rezagados.
- Argentina: más lejos del FMI y más cerca de su propia historia.** El gobierno sigue enfocando la negociación con el FMI como un debate político, subestimando la fragilidad de la situación económica actual. Si el sector público no reduce considerablemente su necesidad de financiamiento monetario simplemente exacerbará el exceso de pesos existente. Y sin una reversión del balance externo, la creciente falta de reservas sólo hará más complicada y traumática la inevitable licuación de esos pesos excedentes. Ausente una corrección fiscal, la alta inflación es la variable de ajuste, controlada con un programa o caótica sin él.



I. Comenzando a transitar el camino a una nueva normalidad

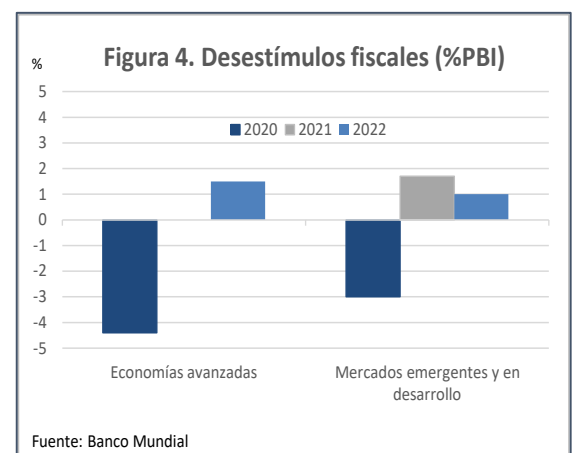
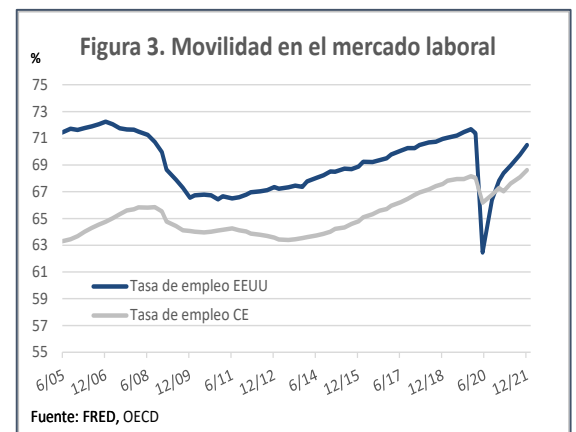
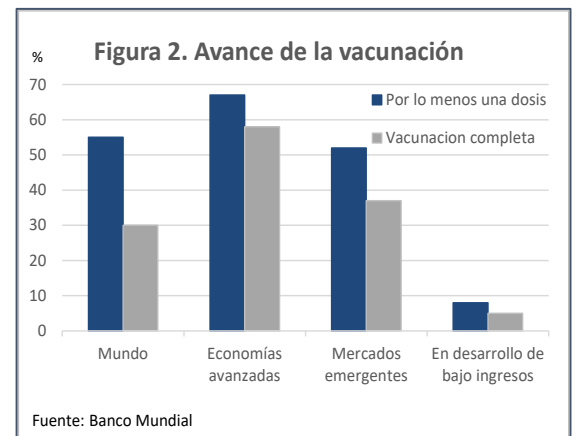
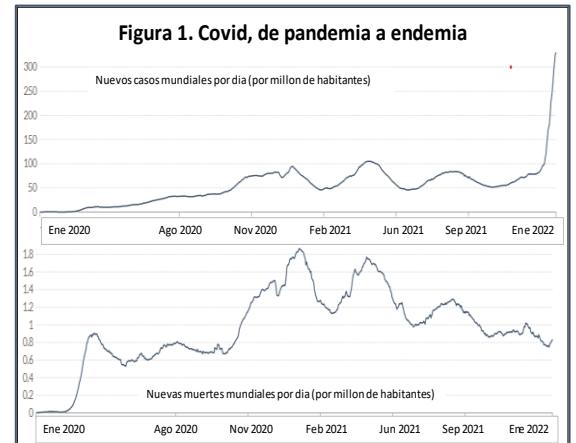
La presencia de cepas más contagiosas, pero menos letales, de Covid pareciera anticipar el fin de la pandemia como la vivimos hasta ahora. La **Figura 1** sirve para caracterizar la nueva morfología de la enfermedad, donde muchísimos nuevos contagios se coinciden con una firme tendencia decreciente de casos fatales. Tal vez sea prematuro pronosticar la erradicación del riesgo Covid, pero luce natural anticipar una convivencia creciente con la enfermedad, sin los niveles de disrupción social y económica de los meses pasados. En realidad, muchos países ya están analizando como aproximarse a una nueva estrategia sanitaria, donde la prevención y la vacunación reemplazan casi por completo los períodos de aislamiento y los tests de infección.

Esta nueva normalidad permitirá afianzar la recuperación de los motores privados esenciales de la economía global, eliminando la necesidad de políticas públicas extraordinarias. Tal proceso será gradual, heterogéneo, y no necesariamente exento de turbulencias, pero su trayectoria define una tendencia inevitable, que simplemente progresará con el correr del tiempo.

El alcance de la vacunación será sin duda una fuente fundamental de disparidad en este proceso. Como era de esperar, las economías avanzadas lideran el alcance de la cobertura por vacunas, pero los países emergentes también han alcanzado un nivel de protección muy importante de su población (**Figura 2**). Lamentablemente, entre las economías menos desarrolladas de África y el Medio Oriente todavía hay poca vacunación en términos absolutos, y eso puede retrasar la recuperación económica regional en los próximos meses.

El desempeño de la oferta laboral es un reflejo claro de la creciente inmunidad que se está alcanzando a nivel de economías avanzadas (**Figura 3**). El mercado laboral europeo se ha recuperado plenamente, mientras que en los EEUU la oferta está a algo menos del 2% por debajo de su nivel de pre-pandemia, lo que representa un poco más de 4 millones de trabajadores. Los indicadores de movilidad más amplios también confirman ese progresivo retorno a condiciones normales antes de la erupción de la crisis Covid, oscilando con las nuevas olas de contagios, pero de manera convergente.

Los fuertes impulsos fiscales del 2020 ya han comenzado a desarmarse. Y el Banco Mundial pronostica que las economías avanzadas van a contraer su posición fiscal en más de 1.5% del PBI regional este año (**Figura 4**). Algo menos se proyecta para los países emergentes o en vías de desarrollo, ya que muchos de ellos han revertido gran parte del extraordinario impulso fiscal asociado a Covid durante el año pasado. En consecuencia, también se proyecta que la economía global desacelerará su crecimiento de 5.7% el año pasado a 4.7% en el 2022 (**Figura 5**), y se espera que esa desaceleración alcance tanto a los países avanzados como a los emergentes. Notablemente, se anticipa que la economía latinoamericana muestre la mayor desaceleración regional, de 6.3% en 2021 a 3.0% en 2022.



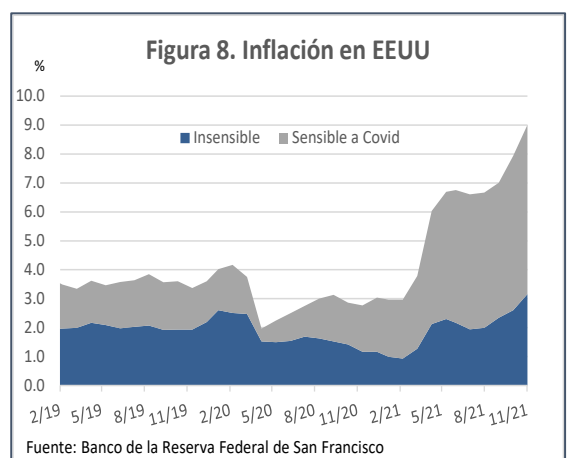
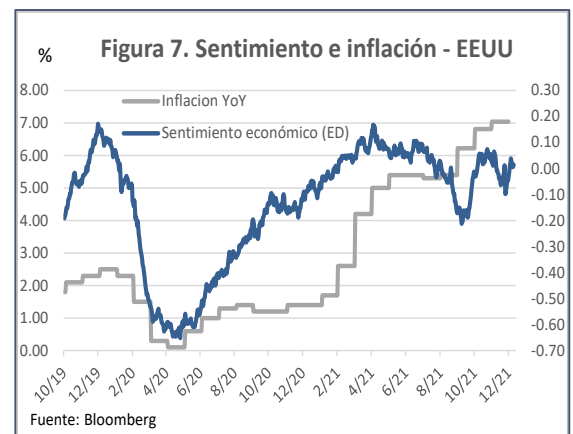
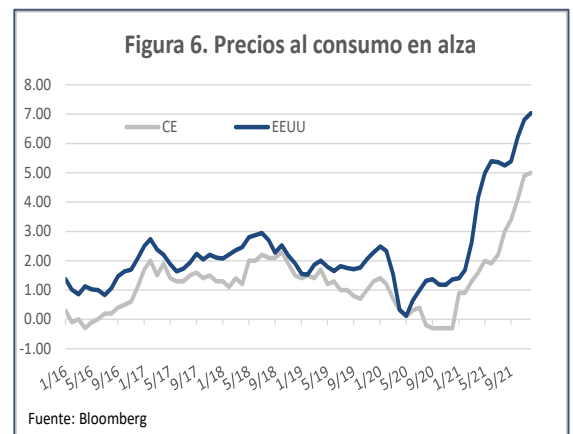
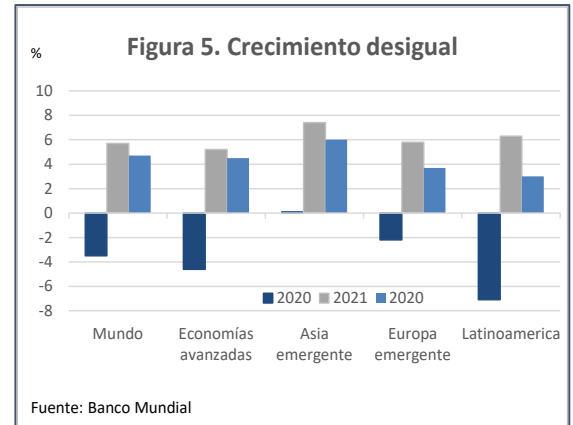
II. Una contención eficiente de la inflación es el desafío primario

Los datos de inflación han seguido sorprendiendo al alza. La última medición disponible de inflación de precios consumidor alcanzó el 7% anual en los EEUU, y el 5% en la Comunidad Europea (**Figura 6**). El impacto del precio de autos usados, mostrando una inflación de 37% anual en EEUU, sigue siendo significativo, y todavía denota el efecto directo de disrupciones de oferta. La inflación núcleo en estas dos economías avanzadas es básicamente la mitad que el IPC reportado, 4.7% y 2.6% respectivamente. Igualmente, los números de inflación mayorista son aún más preocupantes, al menos en lo que respecta a Europa, donde, dependiendo de los índices, la misma ya se ubica en torno al 20% anual; en gran parte asociado al incremento del precio de la energía que supera el 60% anual.

La mayoría de los analistas ya venían proyectando un pico de inflación en el primer trimestre de este año, considerando que la presión en los precios comenzará a ceder en los próximos meses. El consenso de mercado ha modificado su proyección para inflación de Estados Unidos a 4.7% este año, de 4.5% dos meses atrás, pero confirmando una expectativa de desaceleración hacia adelante. Tal previsión se basa en la creencia que los *shocks* de oferta seguirán moderándose en el tiempo, y que las políticas públicas harán su trabajo de contención. Además, también están los estabilizadores endógenos al ciclo económico, donde la suba de precios contiene al consumidor y/o reduce beneficios empresariales, y la suba de tasas de interés motiva la postergación del consumo a favor del ahorro (**Figura 7**). El pobre número de ventas minoristas de diciembre en EEUU puede encuadrarse en esa nueva dinámica estabilizadora.

La Fed de San Francisco genera distintos indicadores de impacto del Covid sobre la inflación, discriminando los rubros afectados con cierta precisión. De este análisis surge una serie inflacionaria sensible y no sensible a las distorsiones causada por el Covid. La **Figura 8** muestra un reporte actualizado de estas series, sugiriendo que los últimos meses fueron testigo de una suba de inflación aún en los elementos que debieran ser insensibles a la enfermedad, lo que no deja de ser preocupante. Sin embargo, el impacto mayor es sobre precios sensibles al Covid, que debieran retraerse a medida que el impacto sobre movilidad se vaya neutralizando.

Una reciente reducción en el índice del precio de contenedores a nivel global (figura de portada) sirve para apoyar la tesis de cierta temporalidad en el alza de la inflación de los últimos meses. De la misma manera, la desaceleración de los precios pagados por los productores americanos en diciembre sugiere que la presión de costos sobre los precios comienza a debilitarse. El índice de precios de productor aumento sólo 0.2% en el mes de diciembre, luego de una suba revisada de 1% en noviembre. En resumen, es válido argumentar que los factores que pueden explicar una desaceleración de la inflación a partir de ahora son claros y significativos. La duda todavía descansa en la velocidad final de esta desaceleración y el riesgo de cierta persistencia.



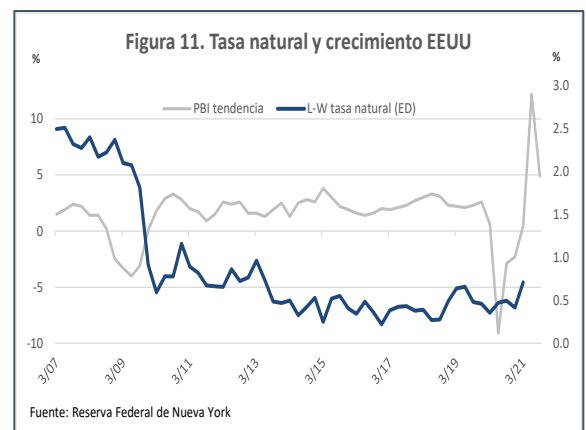
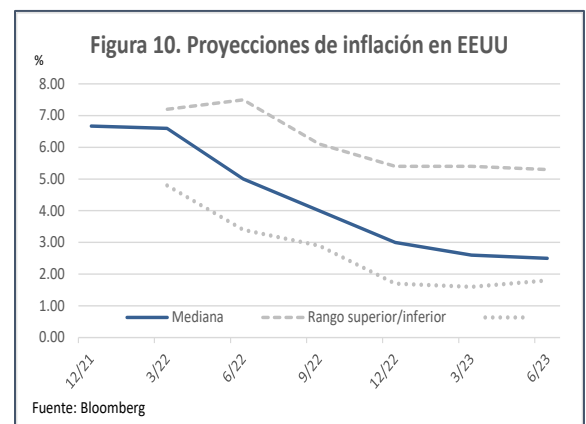
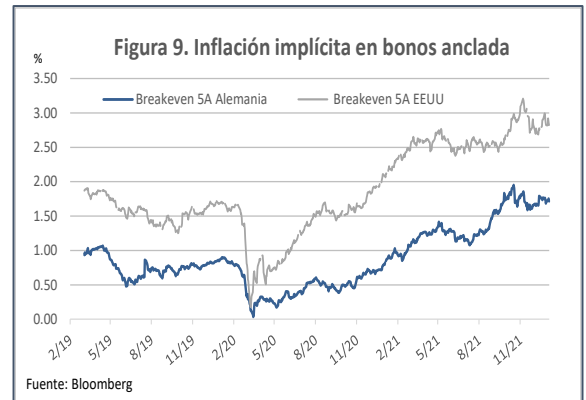
III. El mercado espera una convergencia relativamente suave

El mercado financiero le sigue otorgando el beneficio de la duda a los principales bancos centrales del mundo. La **Figura 9** grafica los valores implícitos de inflación en los bonos del tesoro americano y alemán, revelando una suba importante en los últimos meses, pero a niveles cercanos a los promedios de las últimas dos décadas. Algunos signos de transitoriedad discutidos en las líneas previas, más un mercado laboral que todavía no muestra fuerte presión salarial ayudan a mantener expectativas moderadas, particularmente con los datos salariales de diciembre, muy por debajo de la inflación.

La convicción sobre una inflación bajo control sugerida en los precios de los activos es aún más firme cuando se analizan los pronósticos de los analistas del mercado. La **Figura 10** representa la mediana de las proyecciones de inflación del IPC, así como los valores extremos, estimada por los principales bancos de inversión. La gran mayoría de los economistas espera que la inflación de precios al consumidor en EEUU, tanto general como núcleo, converja al 2% hacia fines del 2023, en plena coincidencia con las proyecciones de la *Fed*. Más específicamente, el 51% de los analistas espera que la inflación del año 2023 ya sea menor a 2.25%, mientras que el 73% anticipa una inflación menor a 2.5%.

La confianza revelada en los principales bancos centrales se apoya en los últimos años de historia monetaria. En el caso específico de la *Fed*, aceptan su diagnóstico, pero más importante, reconocen que su prioridad última será contener la presión inflacionaria con toda su capacidad de política. Como una referencia de diagnóstico, la **Figura 11** recuerda que los últimos estudios de la *Fed* sobre tasa real natural de interés la ubicaban muy por encima de los valores actuales, aún considerando la proyección de más de 150 pbs de aumento en la tasa de *Fed funds* para los próximos 18 meses.

De la misma forma, la **Figura 12** recuerda la capacidad de intervención que el balance actual le confiere a la *Fed*, con casi 20% de la capitalización total del mercado accionario americano. El gap que todavía existe respecto al empleo previo a la pandemia, más las distorsiones de oferta remanentes, hacen el balance de política monetaria muy delicado. Pero a estos niveles de inflación, la capacidad de la *Fed* para ignorar o subestimar los datos económicos será muy limitada. El consenso pareciera sugerir que la gran mayoría de los participantes del mercado están dispuestos a mantener su confianza en la *Fed* mientras la autoridad monetaria se mueva en la dirección correcta. La positiva reacción del mercado accionario al reconocimiento de distintos gobernadores de la *Fed* que el tiempo de acción se está acercando puede ser una representación de este balance de expectativas descripto. Lamentablemente sólo la realidad terminará definiendo el estado final de la política monetaria. Por lo tanto, el riesgo de subas de tasas mayores a las esperadas será crecientemente contingente a la información contenida en futuros datos económicos.



IV. Diversificar, favoreciendo poder de mercado y crecimiento

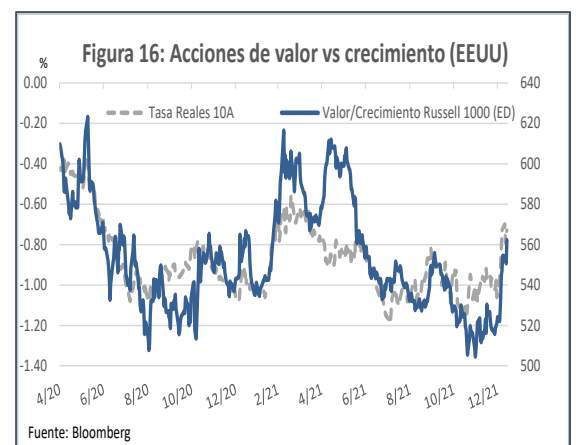
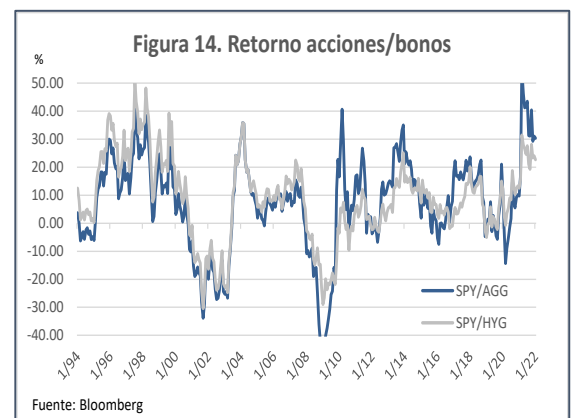
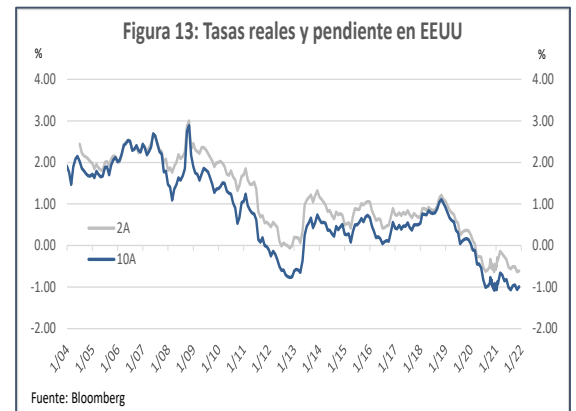
Como se ha discutido oportunamente, los bajos niveles de tasas, nominales y reales, permiten justificar niveles más altos que los históricos en distintos coeficientes accionarios, en particular de la razón *P/E*. Y la posibilidad de bajas tasas persistiendo por un buen tiempo representa una justificación adicional. La **Figura 13** caracteriza el comportamiento reciente de las tasas reales en perspectiva, reflejándose apenas un moderado empinamiento de la curva. Claramente la expectativa es de una suba en estas tasas reales, pero los factores preexistentes a la pandemia todavía presagian tasas relativamente bajas por varios años (ver discusión en TF V1, #1).

Las bajas tasas de interés en gran parte explican el rendimiento excedente de acciones sobre bonos en el pasado reciente. La **Figura 14** grafica tal excedente del S&P en términos de bonos agregados y de bonos de alto rendimiento. El proceso de normalización gradualmente llevará estos excedentes a los niveles previos, pero, en una transición de suba de tasas con una economía en recuperación, el sendero de corto plazo sigue siendo más favorable para las acciones que los bonos.

Los buenos resultados corporativos, y la expectativa que hayan continuado en el cuarto trimestre, también colaboraron en sostener el optimismo sobre las acciones (**Figura 15** para datos del S&P 500). Es razonable esperar menos sorpresas positivas en los próximos meses. El hecho que gran parte de los buenos resultados se debió al aumento de los márgenes sugiere que estamos cerca o en el pico. La capacidad de las compañías líderes en mantener sus beneficios a futuro será la fuente principal de incertidumbre.

Una sensación de incertidumbre similar provoca la disparidad en las valuaciones accionarias. En algunos casos las valuaciones están justificadas por nuevos liderazgos que permiten vislumbrar crecimiento y ganancias extraordinarias. En otros, factores más cíclicos o coyunturales. La caída de las acciones tecnológicas en las últimas semanas refleja la relativa toxicidad de las altas valuaciones. Pero las tendencias macro discutidas en las líneas anteriores sugieren que hay que seguir apostando al riesgo educadamente.

En este contexto, es útil recordar la posición de relativa fortaleza de las llamadas acciones de valor en un proceso donde las mayores tasas de interés son sinónimo de una recuperación económica más robusta. La **Figura 16** ilustra como esa asociación ha funcionado en los últimos meses. Igualmente, sectores defensivos a la inflación siguen siendo atractivos, como la energía, los bienes de capital, y los materiales de construcción, entre otros. La mayor volatilidad será inevitable, promoviendo la prudencia y diversificación en fondos o índices con un adecuado balance sectorial, como bien puede ser el *SPY*. Regionalmente, la fuerte caída de las acciones Chinas en los últimos meses pareciera ofrecer alguna oportunidad a medida que el riesgo en el sector de desarrollo inmobiliario se va controlando.



V. Argentina: más lejos del FMI, más cerca de su propia historia

El gobierno sigue enfocando la negociación con el FMI como un debate político, subestimando la fragilidad de la situación económica actual. Después de dos años de fuerte financiamiento monetario, los pasivos remunerados del BCRA alcanzan el 10% del PBI, uno de los niveles más altos en el pasado reciente. Al mismo tiempo, férreo control sobre el tipo de cambio, con alta inflación, ha llevado a mínimos de reservas netas y una brecha mayor del 100% contra los mercados paralelos. La **Figura 17** confirma que el exceso actual de pesos sobre reservas netas es el equivalente de USD 45 mil millones al tipo de cambio oficial. Este indicador fue en promedio cero hasta 2013, y alcanzó su pico previo en 2017, después de 4 años de políticas similares a la actuales, más la monetización de los de contratos en el dólar futuros vendidos en la antesala eleccionaria del 2015.

Los estrictos controles de capitales actuales probablemente prevengan la repetición de la secuencia de corridas cambiarias que allanó esta débil posición monetaria entre 2018-2019. Pero los mismos no son efectivos para evitar una mayor presión sobre los mercados no oficiales, potenciando una espiralización de la inflación y reforzando la dinámica negativa sobre las reservas internacionales (**Figura 18**). Si el sector público no reduce su necesidad de financiamiento monetario simplemente exacerbará el exceso de pesos existente. Y sin una reversión del balance externo, la creciente falta de reservas sólo hará más traumática la inevitable licuación de esos pesos excedentes. Ausente una corrección fiscal, la inflación es la variable de ajuste, controlada con un programa o caótica sin él.

Subestimando el riesgo descrito, el gobierno argumenta que un ajuste fiscal debilitará la recuperación económica. La realidad es que difícilmente se pueda seguir asociando crecimiento con política fiscal cuando el estado ya está sobredimensionado, y enfrenta escaseces financieras. Sin embargo, las autoridades parecen dispuestas a amenazar con un nuevo default, esta vez multilateral. Esa postura también presenta un desafío para el FMI, porque tal programa puede ser tanto o más desestabilizante como la falta de plan, fomentando un estado permanente de negociación sin acuerdos básicos.

El presente escenario se ve reflejado en una perspectiva de inflación (REM) de 55% para este año y una devaluación implícita en los bonos de 15%-32% en los próximos 4 meses solamente. La **Figura 19** muestra el cálculo de la devaluación que compensaría los distintos activos con vencimiento en abril 2022, dependiendo si la tasa de depreciación mensual posterior siguiera al 2% o 3%. Analizando el *pass-through* histórico de tipo de cambio/inflación sugiere que el mercado subestima la inflación por venir, más aún sin un programa de contención. Es por ello que seguimos recomendando los activos CER, particularmente la parte media de la curva que todavía ofrecen retornos reales positivos (**Figura 20**).

GCanonero

