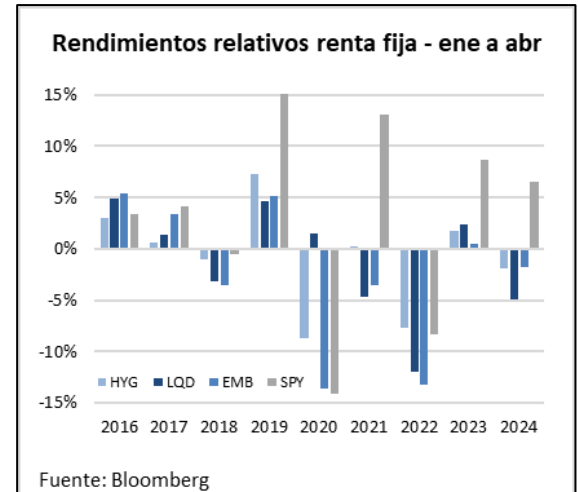
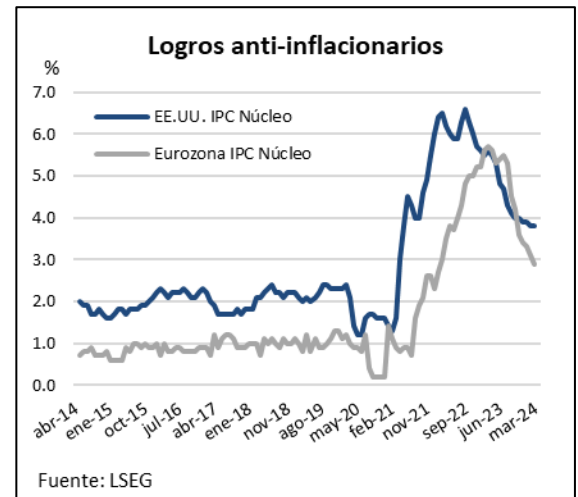


25 de Abril de 2024, Vol 4, #1

Tasas más bajas en el horizonte

- La macroeconomía global sigue reclamando tasas elevadas.** La inflación en los países centrales ha seguido desacelerándose. Sin embargo, hace dos meses que la inflación núcleo en los EE.UU. está estancada en 0,4% mensual (3,8% anual). Asimismo, el mercado laboral americano continúa demandado y la actividad económica luce resiliente a las altas tasas de interés. Tal contexto obliga a la Reserva Federal (*Fed*) a retrasar la baja de su tasa de referencia, sin necesariamente desafiar la conveniencia de tasas más bajas en los meses por venir, ausente nuevas sorpresas.
- A pesar de las dudas recientes, el éxito antiinflacionario es innegable, preludio de tasas en descenso.** Los últimos datos han trasladado las expectativas de inflación de mediano plazo (5 años) implícitas en los bonos a 2,6% anual, o 20pbs por encima de la percepción a comienzos de año. Ello implica tasas reales por sobre 2% para ese horizonte, o 1,5% en el cortísimo plazo, volviendo a los niveles existentes precrisis financiera global. Las tasas largas probablemente incorporen en parte la preocupación por un sostenido deterioro fiscal en EE.UU. y una deuda creciente testeando los límites de su demanda. Indistintamente, dicho nivel de tasas reales debiera seguir impactando en la economía hasta volver a encauzar el proceso inflacionario hacia su meta del 2% anual.
- ¿El momento de la renta fija?** La continuación de condiciones financieras exigentes, la virtual parálisis del mercado de hipotecas y el eventual agotamiento de los ahorros excepcionales de la pandemia, ineludiblemente conducirán a un debilitamiento del crecimiento económico. Al mismo tiempo, la alta valuación de los activos de riesgo, particularmente las acciones o los bonos de alto rendimiento, sugieren una importante fragilidad en las condiciones de riesgo imperantes. Por el contrario, tasas largas alcanzando niveles atractivos invitan a anclar buenos retornos en bonos de grado de inversión, menos expuestos al ciclo económico.
- Argentina: en una carrera entre estabilización y resistencia.** La fuerte convicción fiscalista del nuevo gobierno representa una renovada esperanza para el ordenamiento macroeconómico y la estabilización. De todos modos, los meses por delante serán desafiantes. El ajuste fiscal necesita apoyo del Congreso para ganar sustentabilidad. El BCRA tiene todavía que demostrar que puede seguir comprando reservas sin la colaboración de restricciones a las importaciones, y el mercado cambiario aún debe enfrentar una mayor libertad en los flujos financieros. La estabilización final requiere tiempo y esfuerzo continuo en búsqueda de una ilusión, y la esperanza seguirá mientras la sociedad siga dispuesta a concederlos.



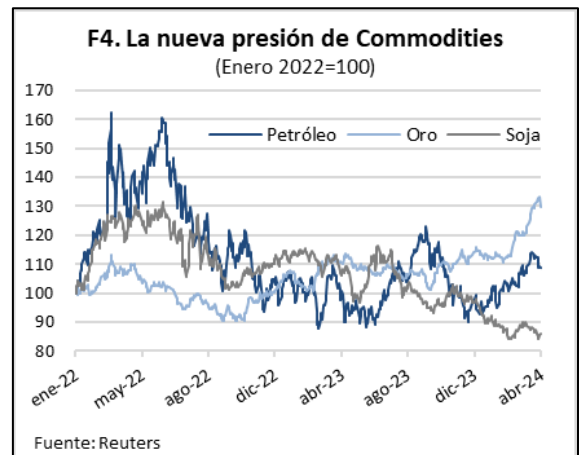
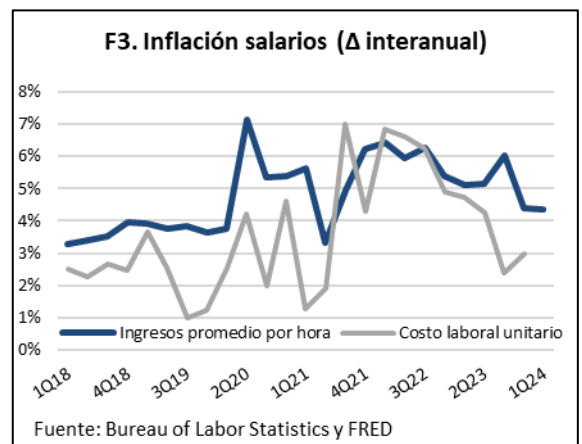
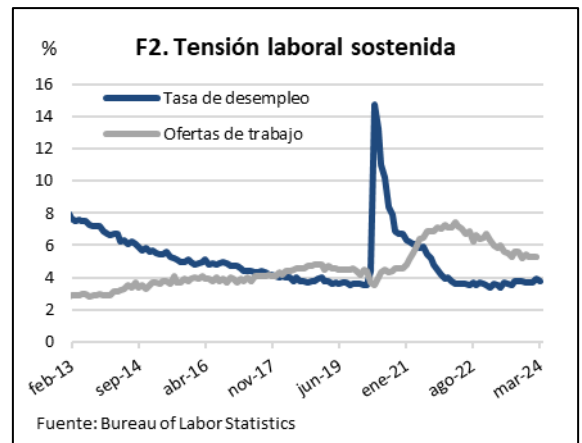
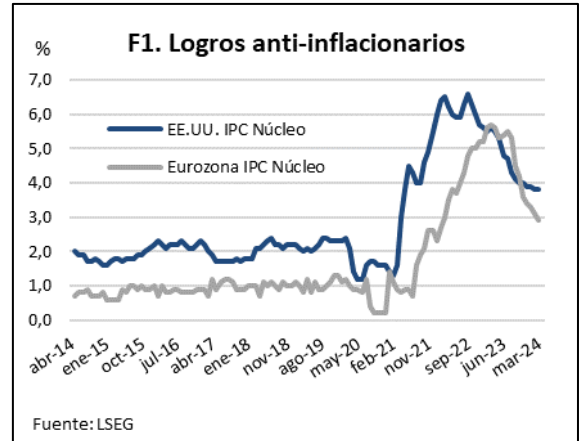
I. La macroeconomía sigue reclamando tasas elevadas

La continua desaceleración inflacionaria vivida en los países centrales pareciera haberse estancado, al menos en los EE.UU. (**Figura 1**). Allí, el último registro (febrero) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la Reserva Federal de los EE.UU. (*Fed*), ascendió al 0,3% mensual y 2,8% en 12 meses, todavía firme en su trayecto hacia el objetivo del 2%. Sin embargo, los diferentes datos de precios de consumo de los últimos meses volvieron a confirmar una inflación núcleo mensual en niveles superiores (0,4%). Esta última información, juntamente con una suba marginal en la inflación de servicios en los últimos meses, así como una sorpresiva estabilidad en los altos precios de alquileres, terminaron de convencer a la mayoría de los operadores de mercado que el fin del ciclo contractivo de la política monetaria todavía tendrá que esperar unos meses más. Casi simultáneamente, las minutas de la última reunión de la *Fed*, confirmaron que los miembros de la autoridad monetaria no se sienten todavía seguros de la necesidad de revertir su política actual.

Resueltas las distorsiones de oferta generadas por la pandemia Covid, la amenaza remanente contra una rápida desaceleración inflacionaria continúa materializada en la fortaleza de la economía en general, y el mercado laboral en lo particular. La progresiva reducción en el aumento de empleo no agrícola en los EE.UU. no se ha interrumpido, pero la economía americana sigue agregando en promedio unos 270 mil nuevos puestos mensuales, y el número de empleos disponibles es todavía 35% mayor a la oferta activa (**Figura 2**). En otras palabras, el mercado laboral todavía sigue muy demandado, manteniendo viva la presión salarial y amenazando el coste empresarial.

El aumento del costo laboral unitario en los EE.UU. se ha desacelerado con respecto al 5,5% anual de mediados del 2022, rápidamente convergiendo al 2% anual. Por el contrario, el ingreso promedio por hora se ha vuelto a incrementar y sigue creciendo a más del 5% anual (**Figura 3**). A menos que la excepcional productividad reciente lo siga convalidando, 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.

Lamentablemente, y a diferencia de lo sucedido el año pasado, una renovada suba en el precio de las materias básicas en los últimos meses ha vuelto a agregar presión sobre la inflación general. Respondiendo a tensiones geopolíticas, las subas del precio del petróleo, el costo del transporte internacional y de los metales preciosos, desde principio de este año, han retroalimentado la renovada preocupación sobre cierto estancamiento en la trayectoria descendente de la inflación (**Figura 4**). En lo que va del año, el precio del petróleo subió 10%, la onza de oro aumentó más del 15% y el precio del transporte marítimo de mercancía se elevó más del 50%.



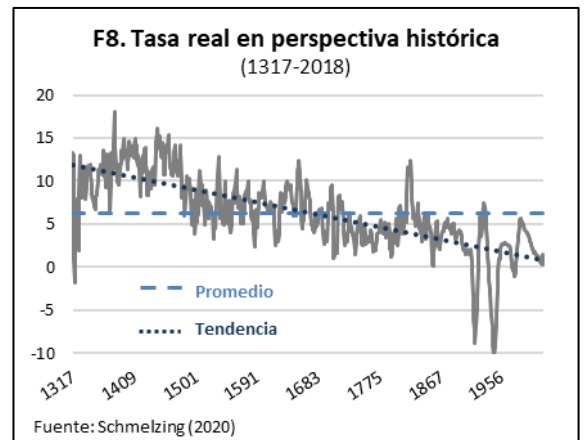
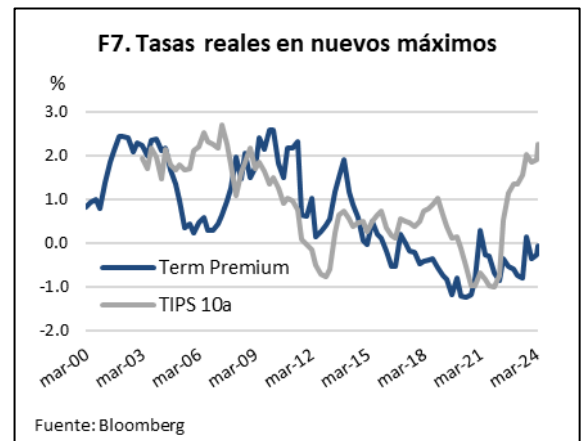
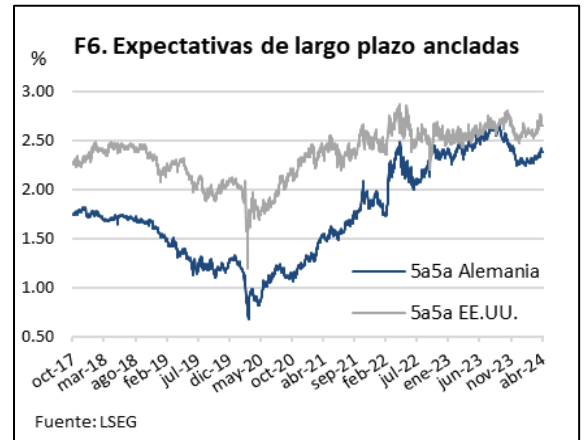
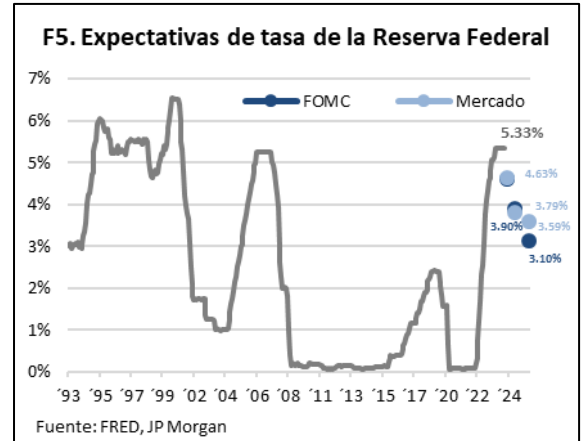
II. Logros alcanzados son suficientes para anticipar baja de tasas

Como era esperable, tanto la *Fed* como el Banco Central Europeo (*ECB*) volvieron a mantener sus tasas de referencia en marzo y abril respectivamente, y lo mismo debiera suceder en la próxima decisión del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) el 1 de mayo. Al momento, las encuestas de expectativas sugieren que los operadores de mercado esperan la primera baja de tasas en junio para el *ECB* y al mes siguiente para la *Fed* (**Figura 5**). Esa percepción, sin embargo, no es unánime en los EE.UU., principalmente por el reciente estancamiento en la tendencia descendente de la inflación. Los principales miembros del *FOMC* han sido explícitos sobre la remanente dependencia de nuevas decisiones a los datos económicos. En cualquier caso, al 20 de marzo, la gran mayoría de los miembros del *FOMC* esperaban entre dos y tres cortes de tasas en lo que resta del año.

La cautela expresada por las autoridades monetarias ha facilitado cierta estabilidad en la percepción del mercado financiero. Específicamente, los precios implícitos en el mercado de activos insinúan que las expectativas inflacionarias en EE.UU. y Europa han empeorado sólo marginalmente luego de los últimos datos económicos. A juzgar por el mercado de *swaps*, la expectativa implícita de inflación a 5 años en EE.UU. se sitúa en 2,26% actualmente contra 2,23% en diciembre 2023, pero luego de haber aumentado desde 2,10% alcanzado en febrero (**Figura 6**).

El movimiento de tasas largas ha sido, en realidad, el verdadero mecanismo de estabilización de expectativas en los últimos dos meses. Desde comienzos del año, la tasa de 10 años en los EE.UU. ha subido casi 80 puntos básicos, hasta alcanzar 4,67% el 16 de abril, para luego descender algunos puntos en los últimos días. El movimiento de tasas largas en Europa y Asia fue de menor magnitud; igualmente, la tasa de 10 años de Alemania llegó a subir 50 puntos básicos en el mismo período, mientras que la de Japón se incrementó 28pbs. En el caso americano, es interesante resaltar que el movimiento de tasas y expectativas implicó una suba de la tasa real de 10 años (*Tips*) de 50pbs en lo que va del año, para alcanzar 2,25% la semana pasada (**Figura 7**).

El nivel actual de tasas largas pareciera reflejar relativamente bien los riesgos inherentes, no siendo esperable una nueva suba sin medir alguna sorpresa. Dos elementos constituyen los riesgos principales a estas tasas en la actualidad: uno es el relativo bajo premio de duración (*term premium*), y el otro es su contemporaneidad con una creciente preocupación fiscal en los EE.UU. En contraposición, la tendencia de tasas reales de los últimos tiempos ha mostrado un sesgo nítidamente descendente, explicada por sucesivas innovaciones financieras en el largo plazo, y reforzada en lo más inmediato por la creciente concentración del ingreso global, la dinámica demográfica en los países centrales y el exceso de ahorro que esas fuerzas determinan. Tales dinámicas se pueden apreciar perfectamente en la **Figura 8**, que ilustra más de 800 años de historia de tasas reales en los países desarrollados, como fuera reportado por Paul Schmelzing, en un artículo del Banco de Inglaterra en enero del 2020.



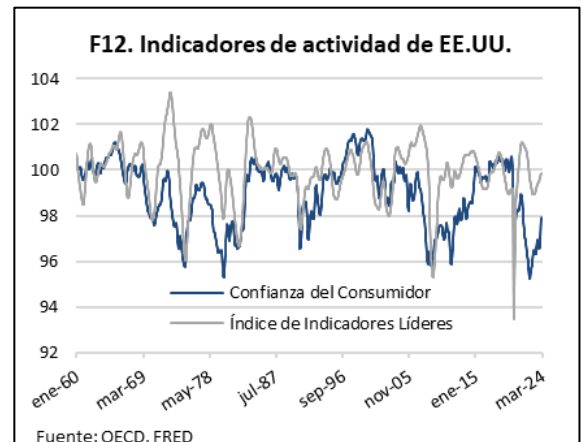
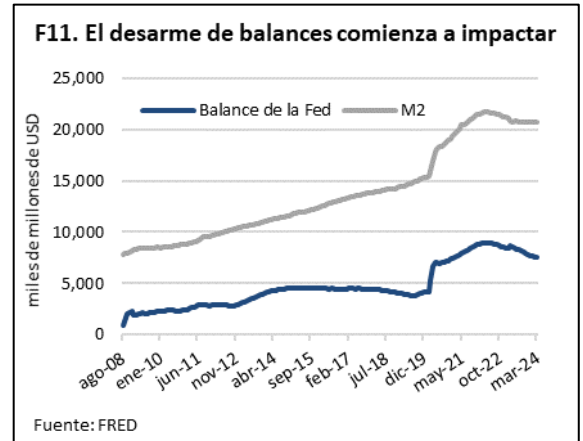
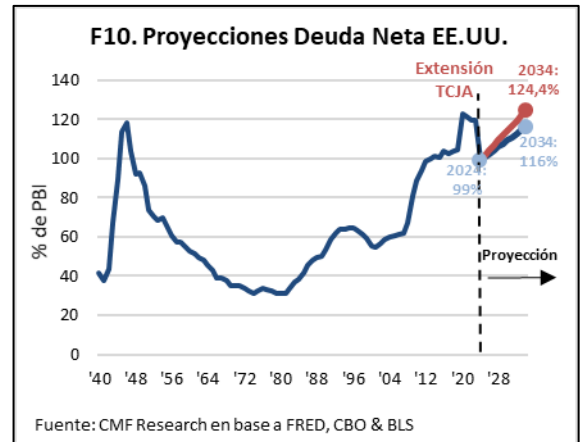
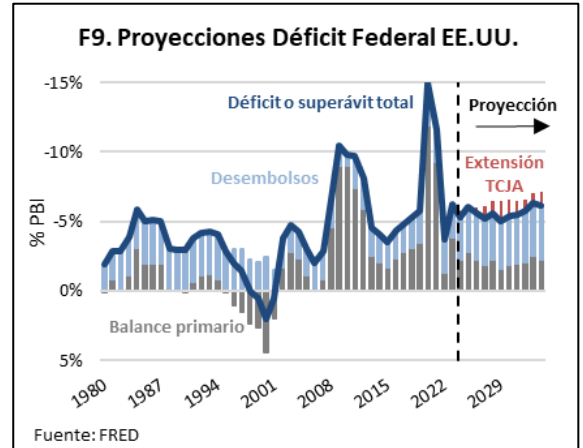
III. Desequilibrios fiscales agregan riesgo y explican tasas altas

La Oficina de Presupuesto del Congreso americano (*CBO*) proyecta un déficit de las cuentas públicas de 5,6% del producto bruto para el año corriente. A pesar de denotar una mejora respecto al déficit de 6,2% en 2023, la perspectiva para los próximos años no luce muy tranquilizadora. La *CBO* estima que una mejora marginal del déficit primario en los próximos 10 años no podrá evitar un déficit creciente, que podría volver a exceder el 6% del producto en 2034 y seguiría subiendo en las décadas subsecuentes (**Figura 9**). En estas proyecciones, la cuenta de intereses netos casi que se duplica en una década, pasando de 2,4% del producto en 2023 a 3,9% en 2034. De la misma manera, se proyecta que, conjuntamente, el gasto de seguridad social y el de salud agreguen otro 1,5% del PBI en necesidades 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. Si Summers estuviese en lo cierto, la deuda soberana, que la *CBO* proyecta en 116% del PBI en 2034 (de 99% corrientemente), en realidad llegaría a 145% del PBI en 10 años (**Figura 10**).

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暂时ariamente suspendido por la ayuda que necesitaron los bancos regionales durante el primer salto importante de tasas largas a principios del 2023. Desde comienzos del año pasado, la *Fed* ha aumentado la oferta de bonos largos en casi 2,0% del PBI y tal magnitud no puede ser neutral al mercado de tasas (**Figura 11**). Al respecto, observadores de la política monetaria sugieren que la *Fed* comenzaría a desacelerar el desarme de su balance en cualquier momento, aun antes de bajar tasas de interés.

La posible relación entre las tasas de interés de 10 años en EE.UU. y el dramático cambio de perspectiva fiscal ha sido profundamente evaluada por analistas. Los mismos sugieren que 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, explicando en parte los niveles de tasas actuales.

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. Lamentablemente, esa combinación de factores tal vez implique un crecimiento económico menor al histórico en el largo plazo, recientemente compensado por un aumento proyectado de la productividad de factores (**Figura 12**).



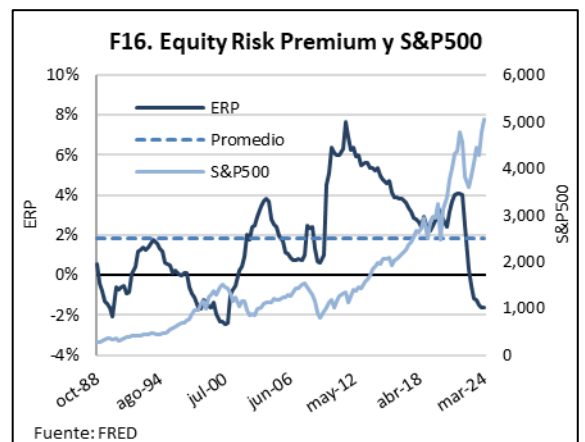
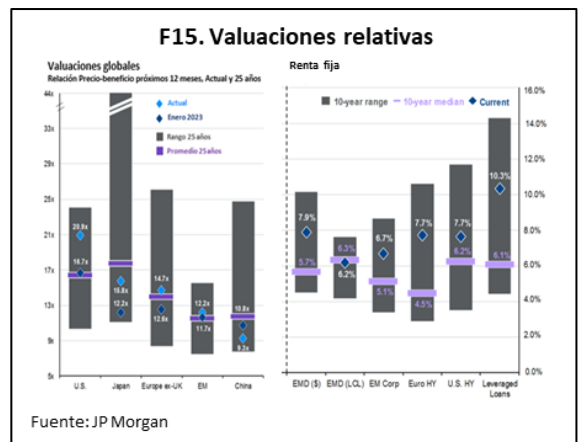
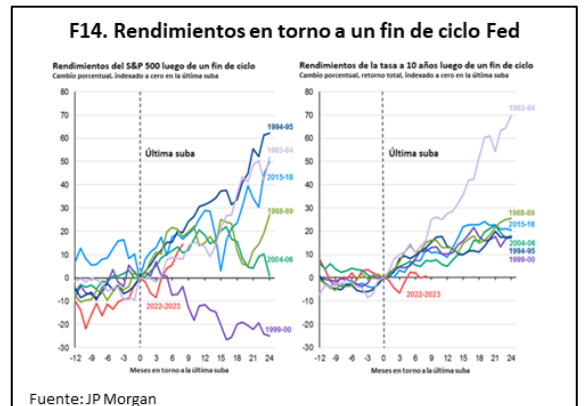
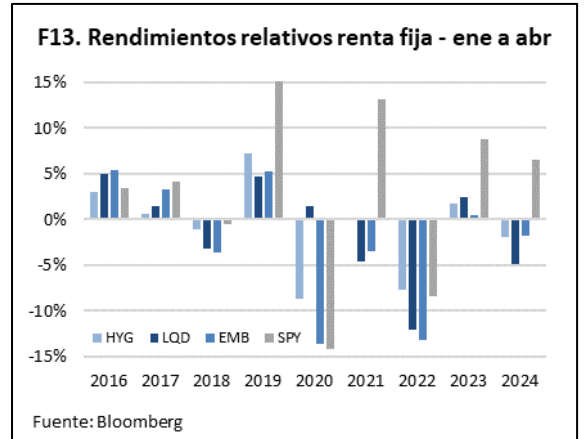
IV. Bonos grado de inversión: el mejor balance riesgo/beneficio

El salto en tasas largas observado en los últimos dos meses no fue suficiente para evitar un buen retorno en los activos de riesgo. En lo que va del año, las acciones globales subieron entre 3% y 5%. En el universo de renta fija, los bonos de alto rendimiento se mantuvieron relativamente estables y los de grado de inversión mostraron pérdidas (Figura 13). Los *commodities* fueron también ganadores en el primer trimestre del año. En los últimos meses, los nuevos riesgos inflacionarios han sido más que compensados por la prudencia de la política monetaria y la fuerte resiliencia que muestra la economía real. Simultáneamente, la incertidumbre geopolítica agregó su cuota de distorsión, resultando otro factor determinante también.

La historia sugiere que la mayoría de los activos tienen un buen rendimiento en un proceso de baja de tasas de interés. Las excepciones dependen fundamentalmente de las valuaciones existentes al comienzo del proceso de relajamiento monetario. La mala experiencia del mundo accionario en los fines de los 90s y en la previa a la gran crisis financiera global perfectamente ilustran esa relación (Figura 14). En la actualidad, la valuación relativa de las acciones americanas debieran ser una razón para la cautela. Es válido resaltar que parte de la aparente sobrevaluación histórica está explicada por la dominancia de pocas compañías líderes en la revolución de la tecnología de la información, que no dejan de sorprender por sus buenos resultados. La duda inherente es si toda esa perspectiva positiva no está más que incorporada en las valuaciones actuales.

La Figura 15 confirma la excepcionalidad de las acciones americanas sobre el resto del mundo, con relaciones de precio/ganancias (*P/E*) que exceden en 25%-30% las relaciones históricas. Para los entendidos, flujos de efectivo neto todavía creciendo a más del 3% anual en los principales índices americanos son evidencia de un saludable negocio, que bien puede justificar los valores extremos actuales. Por el contrario, un premio del riesgo de acciones (*ERP*) cerca de sus mínimos históricos justifica la medida y debiera alimentar cierta precaución (Figura 16).

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. De todos modos, 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. En el caso de la renta fija, a los *spreads* actuales, una apuesta conservadora razonable luce mejor individualizada por los bonos de grado de inversión que los de alto rendimiento. A pesar que los bonos de alto rendimiento han respondido mejor a la volatilidad de tasas recientes, 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.



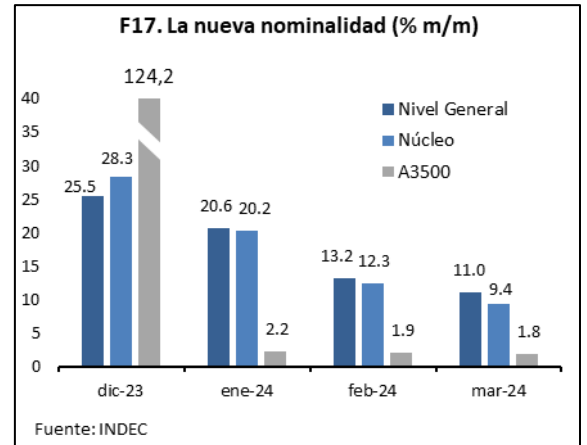
V. Argentina: una carrera entre estabilización y la resistencia

La fuerte convicción fiscalista del nuevo gobierno representa una renovada esperanza para el ordenamiento macroeconómico. En todo caso, los meses por delante serán igualmente desafiantes. El ajuste fiscal necesita apoyo del Congreso para ganar sustentabilidad. El Banco Central (BCRA) tiene todavía que demostrar que sin restricciones a las importaciones puede seguir comprando reservas. Y el mercado cambiario aún tiene que enfrentar una mayor libertad en los flujos financieros. La estabilización final requiere tiempo y esfuerzo mantenido, y por ahora la sociedad luce dispuesta a concederlos. Mientras tanto, la inercia inflacionaria, en parte explicada por la necesaria corrección de precios regulados, personifica el principal test para la resiliencia de esa ilusión (**Figura 17**).

El ajuste fiscal de la nueva administración combina contenciones sostenibles con algunas otras más bien temporarias. La fuerte reducción real de pensiones, salarios, gastos de capital y transferencias a las provincias probablemente permita mantener una reducción de gastos de algo más de 3,5% del producto en lo que resta del año. Alcanzar el superavit financiero requerirá además la recuperación de la 4ta categoría del impuesto a las ganancias (fundamental también para mantener la astringencia actual sobre las provincias), una nueva fórmula previsionaria, y los recursos extraordinarios de la moratoria y el blanqueo impositivo (**Figura 18**). De la misma manera, exigirá que la justicia acepte la velocidad de ajuste implícita en el sendero actual de tarifarias públicas.

En el mercado externo, el BCRA ha podido comprar más de USD 14 mil millones de reservas desde el 13 de diciembre pasado, pero a costa de una fuerte reducción en el flujo de importaciones y un aumento en la deuda comercial, que es equiparable al aumento de reservas internacionales. La debilidad en la demanda de importaciones puede naturalmente reflejar la caída de actividad y el exceso de inventarios promocionado por un dólar comercial artificialmente en los años previos. Sin embargo, el aumento de deuda comercial simplemente confirma que las restricciones cambiarias continúan siendo un factor vital de la dinámica actual (**Figura 19**).

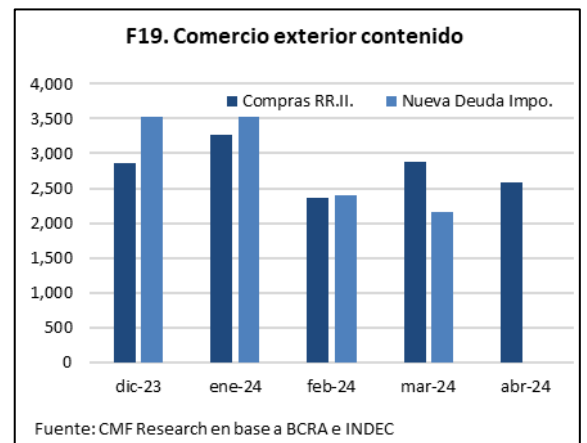
La combinación de cepo cambiario más el impuesto PAIS y la fórmula cambiaria para los exportadores (20% del contado con liquidación) también corroboran la fuerte dependencia de la tranquilidad cambiaria presente a la represión financiera inherente. Desde diciembre pasado la fórmula cambiaria ha explicado una oferta en el mercado paralelo de casi USD 4.0 mil millones. De mantenerse por el resto del año, el *blend* cambiario exigiría vender reservas a partir de julio, para terminar el año casi sin más reservas netas que las alcanzadas hasta el día de hoy. En contraposición, la suma de repos en el BCRA y deuda del Tesoro en pesos en manos del sector privado que vence antes de fin de año representan casi USD50 mil millones equivalentes que todavía no cuentan con respaldo. La **Figura 20** sintetiza la dinámica y debilidad del mercado cambiario.



F18. Ajuste fiscal sustentable

% del PBI	Situación actual			Paquete Fiscal		
	Ingresos 2024			Ingresos 2024 con Ley aprobada		
	Total	Nación	Provincias	Total	Nación	Provincias
Moratoria + BBPP + blanqueo	0,7%	0,2%	0,4%	1,0%	0,7%	0,3%
ITI	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
II.GG.	3,0%	1,4%	1,7%	4,7%	2,1%	2,6%
Monotributo	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
Total	3,7%	1,6%	2,1%	5,8%	2,9%	2,9%

Fuente: Eco Go



F20. Mercado cambiario

En millones de USD

	I semestre (e)	II semestre (e)
MERCADO CAMBIARIO		
Compras del BCRA	14.000	CERO
Saldo comercial cambiario	17.000	3.000
Venta de exportadores en el MULC (80%)	33.000	32.000
Pagos de importaciones CIF ¹	-16.000	-29.000
<i>versus embarques</i>	-28.000	-29.000
Demanda minorista	-800	-3.000
Demanda mayorista	-2.200	
a) Ventas MEP de exportadores (20%)	8.000	¿8.000?
b) Flujo de importaciones impagas	12.000	CERO
c) IMPACTO SOBRE LAS RESERVAS (a-b)	4.000	-8.000

(¹): incluyen pagos de fletes y seguros
Fuente: MacroView S.A.

Si sigue con el actual esquema

Muy a pesar de las fragilidades mencionales, el mercado financiero pareciera apostar a creer fervientemente en el éxito del programa económico. La diferencia entre las expectativas de inflación de los analistas económicos y la inflación de neutralidad (*Break Evens*) implícita en el mercado de bonos es el más nítido reflejo de esa confianza relativa del mercado (**Figura 21**). Según esta perspectiva implícita, la inflación debiera caer rápidamente en lo que resta del año, para terminar por debajo del 3% mensual. Tal sendero desinflacionario contrasta con una historia de fuerte inercia y pareciera subestimar la importancia del shock de precios regulados que todavía está por venir (así como su subsecuente indexación).

Algo similar sucede con otra perspectiva implícita en el mercado de bonos, como ser la apreciación real esperada que surge de comparar bonos linkeados al dólar con bonos corregidos por inflación (**Figura 22**). Actualmente, el mercado espera una apreciación real del peso vis a vis el dólar de un 12% en lo que resta del año. Dicha apreciación llevaría el tipo de cambio real multilateral a fin de año a los niveles de convertibilidad (promedio 1997-2001) (**Figura 23**). Válido es recordar que el período de convertibilidad estuvo asociado con un fuerte ingreso de capitales, un excedente significativo en la balanza energética y un nivel de inversión bastante superior al actual.

El optimismo del mercado se manifiesta con mayor convicción en los activos del sector privado que en los del estado, o en las acciones más que los bonos públicos, al menos por lo que insinúan las valuaciones relativas ilustradas en la **Figura 24**. El repetido fracaso del estado y sus numerosos defaults de deuda, más el creciente entendimiento que Argentina necesita un régimen apropiado y estable para explotar sus recursos naturales, bien pueden justificar estas valuaciones relativas, al menos en algunos sectores específicos de la economía, pero no necesariamente respaldan valores agregados.

En conclusión, se puede argumentar que la realidad económica es sin duda mucho más esperanzadora que hace unos meses. El gobierno cree ciegamente en el ordenamiento macroeconómico y juzga correctamente que la mejora en las cuentas públicas es una condición necesaria para ello. Asimismo, ha logrado transmitir esa lectura a la sociedad, justificando los esfuerzos asociados. Sin embargo, y a pesar de todos esos logros, la realidad pareciera enfrentar muchos más dilemas que las que los mismos mercados implican. En primer lugar, dudas sobre la capacidad del gobierno para alcanzar apoyo fundamental en el Congreso, tanto en la ley fiscal como en algunas mínimas reformas, como la laboral y la de pensiones. En segundo, incertidumbre para saber que tan rápida será la caída de la inflación y tan onerosa la apreciación real del tipo de cambio. Y por último, perplejidad sobre la resiliencia del apoyo político en un contexto donde una fuerte recesión económica es inevitable, así como lo es la caída del ingreso medio de la sociedad.

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.

