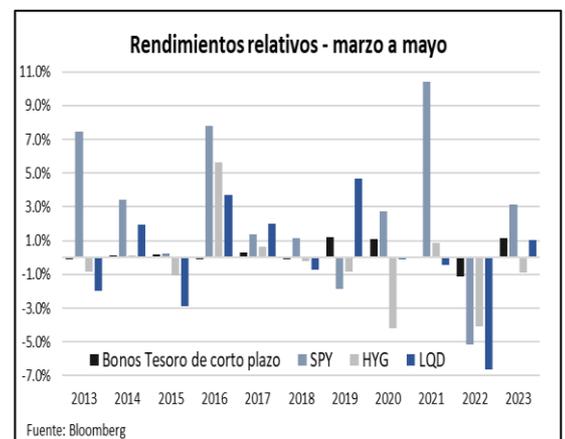
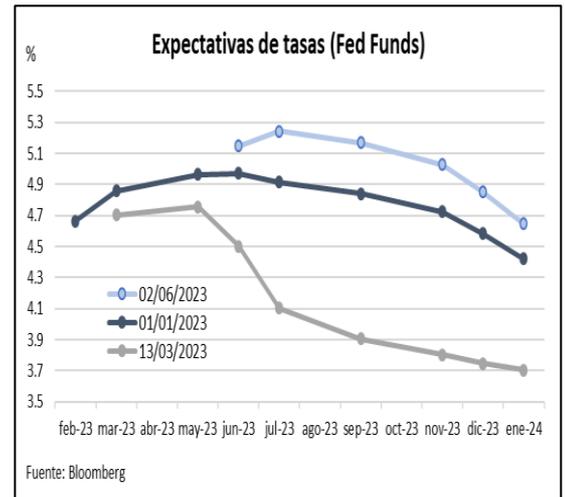
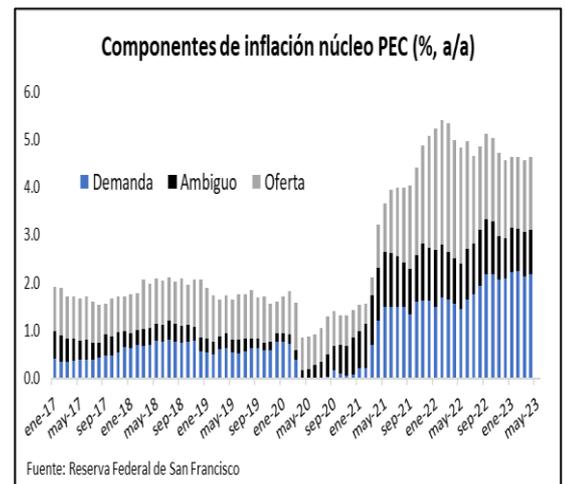


6 de junio de 2023, Vol 3, #2

La probable nueva normalidad de tasas e inflación elevadas

- Riesgos inflacionarios remanentes demandan tasas altas.** Los últimos datos confirmaron que las restricciones de oferta han casi desaparecido, y que el precio de los *commodities* ha continuado bajando, acelerando la reducción de la inflación global general. Pero la inflación núcleo se sigue mostrando extremadamente resistente. Contrastando con los recientes shocks positivos, un mercado laboral todavía muy demandado personifica la principal amenaza contra una rápida desinflación. El número de vacantes es aún dos veces mayor a la oferta, y el salario real no ha recuperado plenamente lo perdido desde la pandemia Covid.
- Las condiciones financieras actuales no lucen suficientemente restrictivas para contener la presión de demanda.** Temiendo una fuerte recesión económica, el mercado financiero anticipa una *Fed* que puede subir su tasa de referencia en junio, pero que comienza a reducirla a partir de septiembre. Dicha proyección posiblemente sobreestime la relevancia de eventos bancarios recientes y subestime el compromiso anti-inflacionario de los principales bancos centrales. En paralelo, tanto la confianza al consumidor como los índices de condiciones financieras han mejorado en los últimos meses, explicando parcialmente porque la inflación de tendencia no está desacelerándose de manera más categórica.
- El mercado de activos enfrenta un apreciable peligro de desilusión.** Los activos de riesgo han tenido un muy buen rendimiento este año, a pesar de la desafiante perspectiva de reducir más la inflación evitando importantes costos económicos. Dados los spreads históricos, una lógica moderación de riesgo luce mejor individualizada por los bonos grado de inversión que los de alto rendimiento, y por las compañías pequeñas y medianas, en lugar de los líderes innovadores que vuelven a tener valuaciones relativamente más frágiles en retrospectiva. Fuerzas estructurales estabilizan las tasas largas pero no las inmunizan de mayor persistencia inflacionaria.
- Argentina: en camino a los dos dígitos de inflación mensual.** Ausente un ancla fiscal más contundente, la escasez de dólares que produjo la sequía simplemente imposibilita contener el impacto inflacionario que el fenomenal exceso de pesos acumulado sigue alimentando. Una proyección moderada de monetización en los próximos meses sugiere un piso inflacionario de 9% mensual. Aunque el gobierno insista en evitar una devaluación racionando las reservas con controles sobre las importaciones y pagos de deuda, el impacto inflacionario es inevitable; sin dólares en el BCRA, los tipos de cambios no oficiales son los mejores *proxies* del futuro.

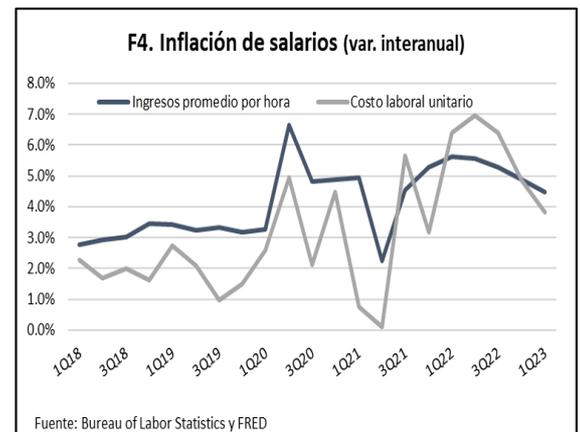
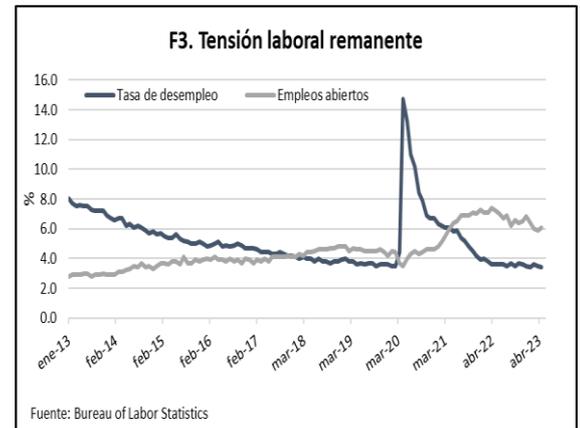
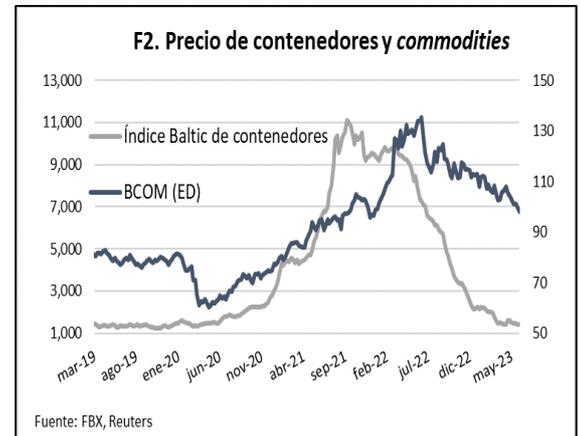
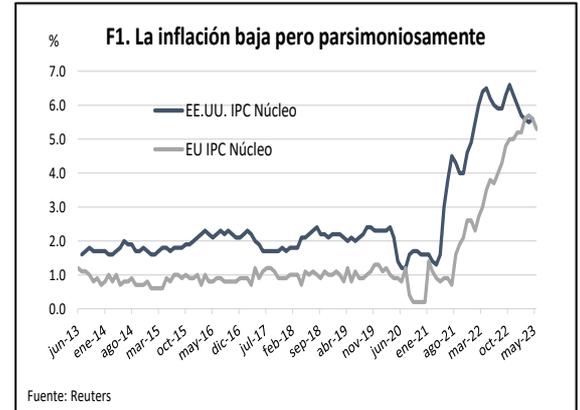


I. Riesgos inflacionarios remanentes demandan tasas elevadas

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 cierta persistencia (**Figura 1**). El último dato de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal de abril (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la Reserva Federal de los EEUU (*Fed*), subió 0.4% mensual y 4.7% en 12 meses, volviendo a alertar sobre una inflación que puede empezar a estancarse en los niveles actuales, o muy por encima de los objetivos inflacionarios de los principales bancos centrales del mundo (**Figura de portada**). En este contexto, es entendible que más de la mitad de los operadores de mercado esperen una nueva suba de tasas de referencia en junio, casi simultáneamente, por decisión de la *Fed* y por el Banco Central Europeo (*ECB*). Lo que es mucho menos comprensible es la expectativa de un proceso de baja de tasas que puede comenzar tan pronto como en septiembre del corriente, como parecen sugerir las valuaciones implícitas de los bonos.

Según la serie que calcula la *Fed* de San Francisco, la inflación sensible a las distorsiones causadas por la pandemia todavía explica poco más de la mitad de la inflación *PCE* núcleo registrada en el último dato de abril. Igualmente, las distorsiones de oferta generadas por la pandemia Covid se han ido resolviendo en su gran mayoría, como lo refleja la inflación en el precio de contenedores, o de *chips*, volviendo a los niveles de 2019, y la persistente caída en los precios de los principales *commodities*, que ha seguido colaborando en términos des-inflacionarios (**Figura 2**). De igual manera, la fuerte suba del costo de las hipotecas también se espera presiones 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.

Contrastando con los recientes shocks positivos, un mercado laboral todavía muy demandado personifica la principal amenaza frente a una rápida desinflación. El número de empleos disponibles ha bajado en las últimas semanas, pero todavía excede la oferta activa 2 a 1 (**Figura 3**). El costo laboral en los EEUU ha estado desacelerándose en los últimos 14 meses, de casi 6% anual a 4.4%, pero los nuevos puestos laborales siguen contratándose a salarios crecientes (**Figura 4**). En un artículo reciente de O. Blanchard y B. Bernanke, los autores advierten que la relativa independencia entre la actual tensión laboral y la inflación bien puede ser sólo transitoria. El anclaje de expectativas inflacionarias exitosa que se ha logrado en los últimos meses probablemente explique parte de esa disociación. Pero la extrema relación actual de puestos vacantes sobre desempleo difícilmente pueda perdurar mucho más sin afectar costos y precios finales. A modo de referencia histórica, en los EEUU el aumento salarial en los años previos al 2020 ha estado apenas por arriba de la inflación, en promedio 3% al año contra 2% de inflación. Post pandemia Covid, el salario real recién comenzó a recuperarse en junio 2022, pero todavía no llega a los niveles de tendencia pre-2020.



II. La necesidad de condiciones financieras más restrictivas

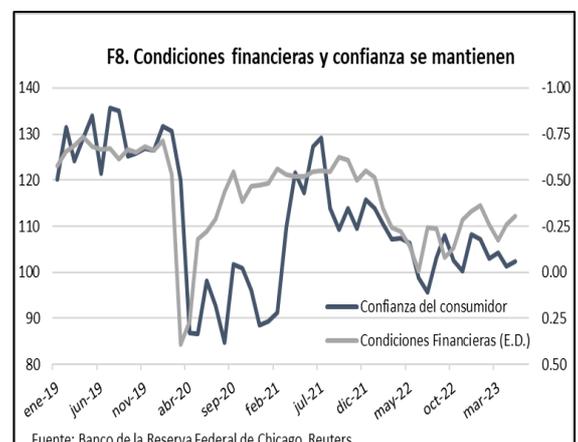
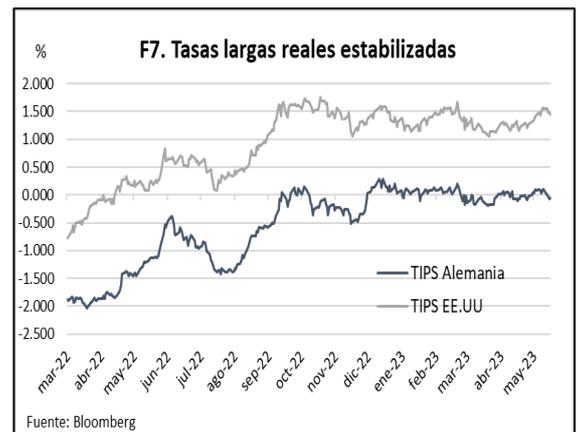
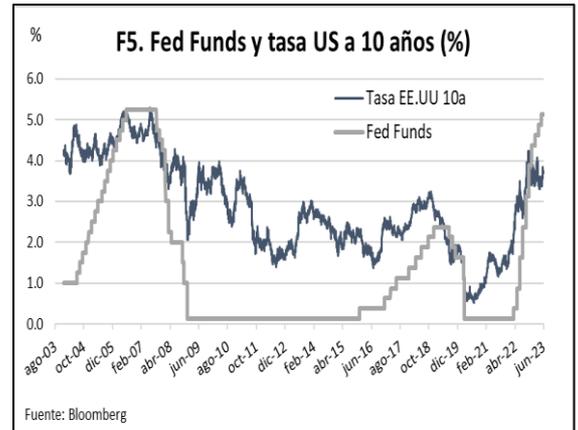
Como lo anticipáramos en nuestra edición previa, las zozobras bancarias en California y Suiza no evitaron la decisión de la *Fed* y del *ECB* de volver a subir sus tasas de referencias en marzo y mayo. El diagnóstico del mercado laboral, y el riesgo de una persistencia inflacionaria mayor a lo esperado, sugiere que nuevos incrementos de tasas se confirmarán en los próximos días, al menos en las decisiones de junio. Futuras subas dependerán del contexto macroeconómico, fundamentalmente 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, en particular entre los jóvenes de 16 a 24 años, donde continúa 20% debajo de los niveles de años previos.

Confirmando la fragilidad de la perspectiva actual, el mercado no sólo proyecta una reversión en la política monetaria en los próximos tres meses, también admite una tasa de 10 años del Tesoro americano alcanzando cierta estabilidad o techo en niveles de 3.70%, o 125pbs por debajo de la tasa de referencia. La **Figura 5** muestra el reciente comportamiento de ambas tasas.

Definitivamente, el accionar de la *Fed* y del *ECB* ha tenido como beneficio la preservación de la credibilidad anti-inflacionaria de los bancos centrales, como lo sugiere la **Figura 6**. En términos relativos se puede argumentar que la política monetaria de la *Fed* americana ha sido más efectiva que la de su par europeo. Igualmente, la relativa independencia de las expectativas de inflación a largo plazo de la fuerte volatilidad de precios a corto ha sido un gran éxito de la política monetaria global. La gran incógnita es qué demandará poder mantener ese anclaje de expectativas si la inflación no convergiera rápidamente.

Tasas reales estabilizándose en las proximidades de 1.5% en EEUU, y 0% en Europa, confirman una perspectiva benigna en términos de inflación, o donde el proceso de convergencia a los objetivos se estima parsimonioso. En retrospectiva, estas tasas están un poco por arriba de la media en el período pre-pandemia, pero totalmente lógico luego del fuerte shock inflacionario vivido a partir de la segunda mitad del 2021 (**Figura 7**). De todos modos, dado la situación del mercado laboral en particular, y el de la economía en general, pareciera que se está subestimando el riesgo inflacionario a futuro.

La reciente crisis de bancos regionales, aparentemente controlada, es muy probable que de todas formas implique una importante contención en el crédito, ayudando en el proceso de desinflación. En ese sentido, es válido citar un estudio reciente de la *Fed* de Kansas donde previene que la historia no muestra al *stress* bancario como un mecanismo efectivo en la reducción de la tasa de inflación. En realidad, la **Figura 8** revela que tanto la confianza al consumidor como los índices de condiciones financieras han mejorado en los últimos meses, al menos en los EEUU, explicando parcialmente por qué la inflación tendencia no está desacelerándose de manera más categórica.



III. Indicadores macroeconómicos relativamente resilientes

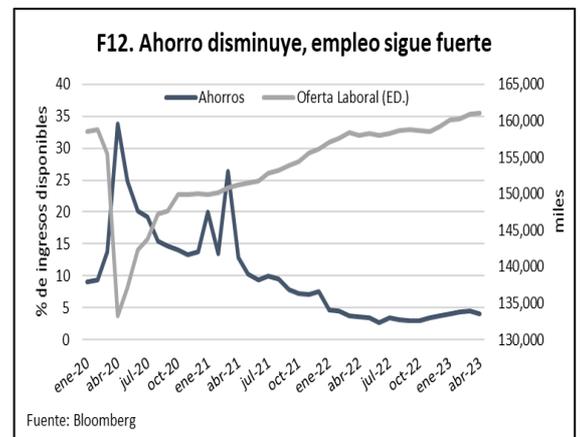
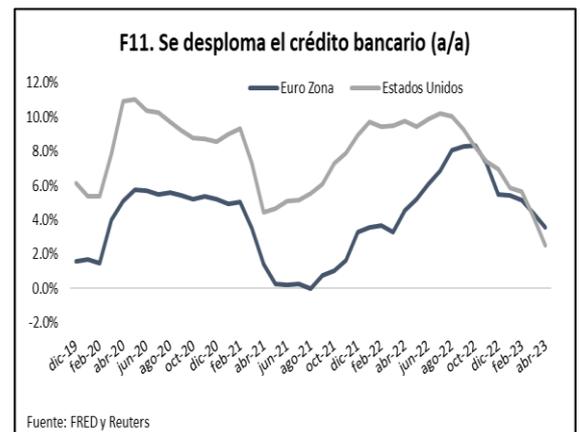
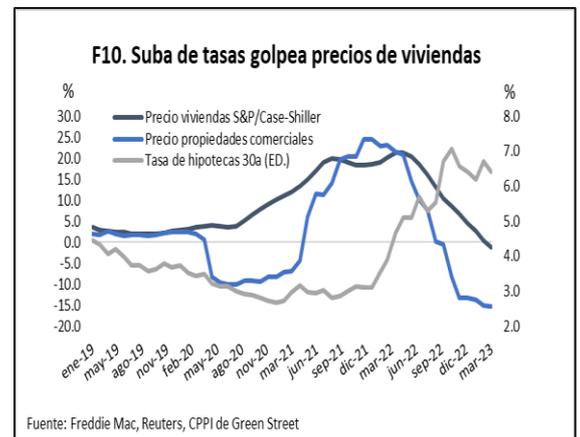
No hay duda alguna que una política monetaria más restrictiva en los países centrales se ha traducido en un notable empeoramiento de las condiciones financieras globales. Y ello ya ha impactado negativamente en otros indicadores generales del ritmo de actividad, como lo ejemplifica cualquier índice de actividad o sentimiento de negocios. No obstante, la discusión previa insinúa que esto no ha sido todavía suficiente para asegurarse una rápida y significativa baja en la inflación a los niveles deseados o comprometidos.

Luego de insinuar una temprana recuperación de los niveles de actividad en Europa y China, los últimos datos industriales sugieren un proceso más coordinado de desaceleración en el ciclo global, aunque todavía bastante gradual (**Figura 9**). Por el contrario, otros indicadores, como las ventas minoristas o los datos del sector servicios no lucen consistentes con una retracción apreciable en la actividad económica global.

Un fuerte cambio de ritmo es mucho más evidente en el mercado de hipotecas, que, en combinación con la actividad inmobiliaria, simboliza un sector donde el deterioro de las condiciones financieras afecta de manera más evidente. El aumento reciente del costo de las hipotecas en los EEUU ha sido considerable, alcanzando niveles no vistos desde principio de los 2000's. Ese mayor costo ha comenzado a impactar en el precio de viviendas y los alquileres de forma progresiva (**Figura 10**). La inflación implícita en este mercado ya se ha reducido casi completamente, pero los precios se ubican todavía arriba de los niveles históricos. Como ya ha sido señalado, el módulo de gastos de alquileres y vivienda es el mayor componente del índice de inflación al consumidor en los EEUU, y debiera comenzar a reflejar una baja significativa en su inflación en los próximos meses.

Asimismo, el impacto de las recientes tensiones bancarias no se ha traducido aún en una fuerte contención de las condiciones financieras. No obstante, el comportamiento de los agregados de crédito bancario sí denotan una elocuente caída en los últimos meses (**Figura 11**). Probablemente mayores restricciones crediticias son esperables en los meses por venir, afectando más directamente al nivel de actividad económica.

El remanente del positivo efecto ingreso que tuvo la pandemia en EEUU pueden explicar parte de la firmeza observada en el gasto de consumo en esa economía. La estabilidad de empleo también favorece la estabilidad de los ingresos. La **Figura 12** ilustra como el ahorro excedente del 2020-21 se está agotando rápidamente, pero que el ingreso por trabajo puede seguir robusto por unos cuantos meses más, complicando adicionalmente la tarea de los bancos centrales en su convergencia a una inflación de largo plazo. La fortaleza observada en lo que va del año de los índices de acciones globales líderes agrega un desafío extra a la política monetaria, manteniendo alta la riqueza financiera.



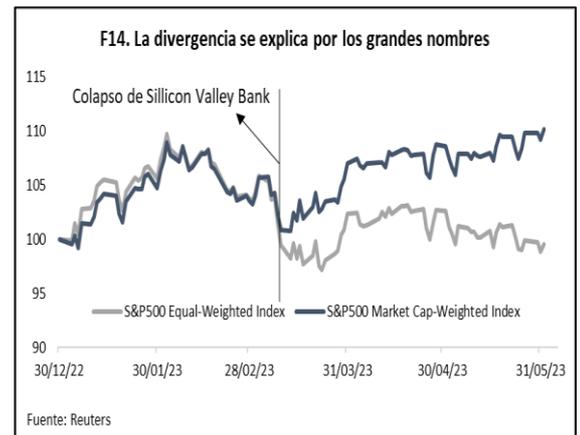
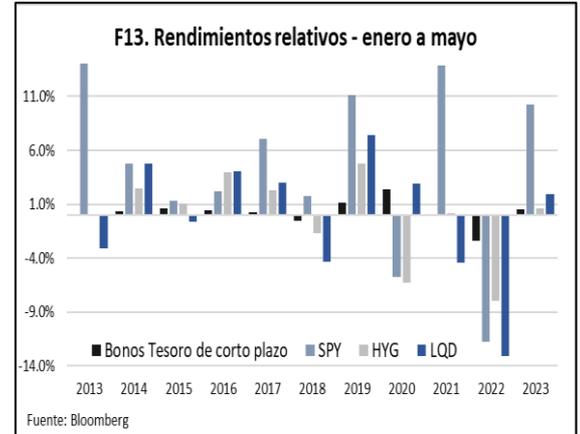
IV. El mercado de activos y el peligro de una apreciable desilusión

La confirmación del quiebre en el nivel de inflación alcanzado a partir de octubre del año pasado ha permitido buenos rendimientos en los distintos activos de riesgos, aunque recuperando sólo parcialmente lo perdido al comienzo de 2022. La **Figura 13** resume el performance de los principales activos en lo que va del año corriente. La perspectiva continúa desafiante, en particular al considerar la dificultad de seguir bajando la inflación evitando importantes costos económicos. En ese contexto, tasas cortas rindiendo por sobre 5% son una gran tentación para mantenerse relativamente cauto y fuera de 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 19.4, o dentro del rango superior de esta métrica de valuación. Esa valuación, sin embargo, se encuentra fuertemente sesgada por algunas pocas grandes compañías. La **Figura 14** ilustra la reciente diferenciación entre esas pocas exitosas 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 métricas 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 riesgo de una corrección mayor en el mercado de activos. Hoy parecen existir muchísimas oportunidades, tanto en acciones como en el mundo de la renta fija para aquel inversor con un horizonte de mediano y largo plazo. Para los más adversos al riesgo y/o impacientes, las acciones 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, inmunizándolas parcialmente hasta de una revisión al alza de las tasas de política monetaria en EEUU y Europa.

Cierto grado de cautela es igualmente deseable, en particular por la aparentemente notable inconsistencia que existe entre las expectativas inflacionarias y de tasas, y la compleja realidad del mercado de trabajo y servicios ya analizada. En parte por ese riesgo a una fuerte desilusión frente a una realidad menos constructiva, y dados los spreads históricos, esta deseable moderación de riesgo luce mejor individualizada por los bonos grado de inversión que los de alto rendimiento (**Figura 16**). En realidad, los principales bancos comerciales ya han venido alarmando sobre el riesgo de masivos *defaults* en deuda corporativa. Tal llamado tal vez luzca un poco exagerado, pero más cautela no deja de ser recomendable.



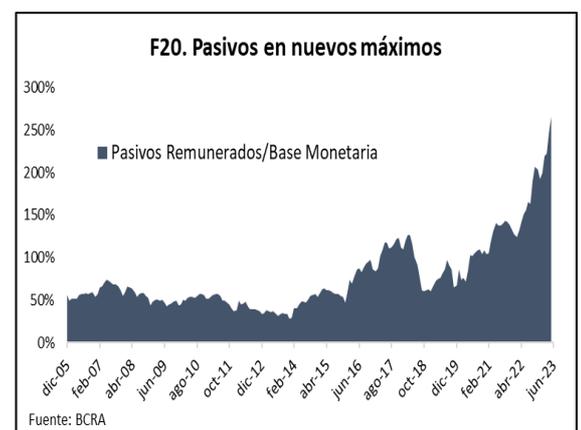
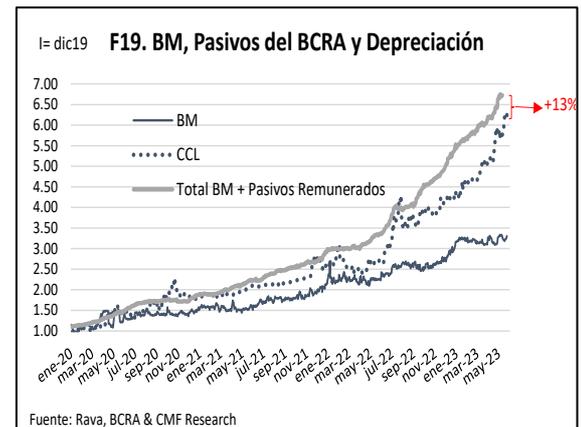
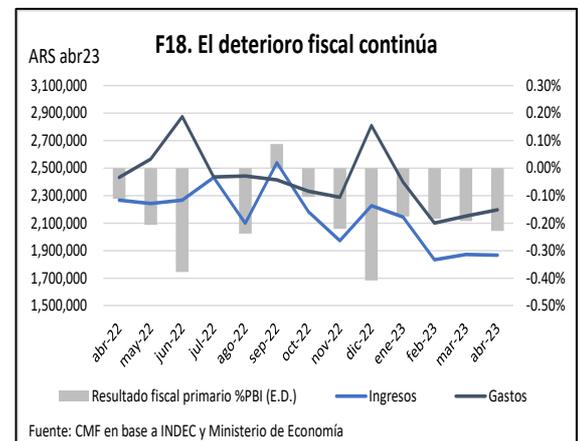
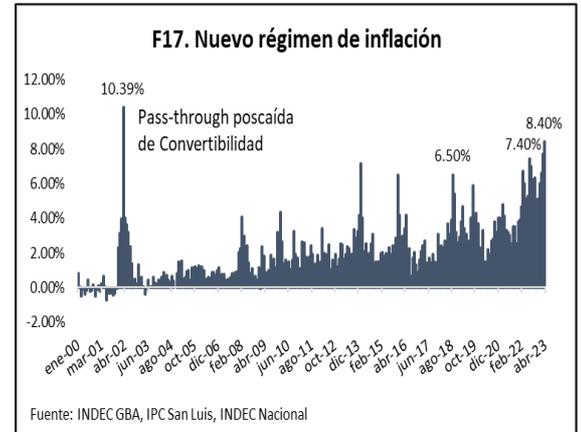
V. Argentina: camino a los 2 dígitos mensuales de inflación

Lamentablemente, la desmejora la situación económica que anticipáramos en nuestra última edición se ha ratificado, y la perspectiva está lejos de mejorar en los meses venideros. La economía lleva más de 6 meses de crecimiento negativo y ese sendero probablemente empeore por la falta de reservas y limitaciones crecientes a las importaciones. Al mismo tiempo, la inflación ya ha alcanzado un nuevo piso de 8%-9% mensual, afectando negativamente el ingreso real de consumidor (**Figura 17**). Sin esperar cambios relevantes que puedan revertir esta tendencia antes de las primarias obligatorias del mes de agosto, es razonable concluir que se está transitando rápidamente hacia un régimen de inflación de 2 dígitos mensuales.

La falta de una convincente política de contención del déficit público es la verdadera debilidad de la estrategia actual; o el no reconocer plenamente que el exceso de pesos existentes es un condicionamiento brutal a cualquier intento de estabilización. Para desgracia de la administración actual, la sequía que afectó la agricultura del país fue muchísimo más extrema de lo esperado, exacerbando el impacto sobre dos variables críticas en las circunstancias actuales: el nivel de recaudación del gobierno y la escasez de reservas internacionales. La **Figura 18** revela el deterioro fiscal en lo que va del año y la fragilidad de la contención del gasto público, mayormente concentrado en la caída real de las jubilaciones. En este contexto, es esperable alcanzar un déficit primario de por lo menos 3% del PBI, con el terrible lastre que ello agrega a la ya pesada carga de pesos en el sistema bancario.

En términos monetarios, el exceso de pesos no ha podido ser controlado, más bien todo lo contrario. La **Figura 19** muestra como la base monetaria y el total de pasivos del BCRA han seguido subiendo a un ritmo creciente, amenazando constantemente la estabilidad de precios. Es particularmente preocupante que el ritmo de inflación se haya acelerado respecto al crecimiento de la base monetaria en los últimos meses, sugiriendo una caída adicional de la demanda de dinero desde niveles históricamente bajos. La falta de confianza en la capacidad de controlar la inflación hace que todo pasivo monetario se anticipe monetizable e inflacionario. En consecuencia, los pasivos totales del BCRA permiten explicar parcialmente el comportamiento del tipo de cambio paralelo (CCL).

La **Figura 20** sintetiza el problema actual desde una perspectiva histórica. La misma ilustra como han crecido los pasivos remunerados en relación a la base monetaria impresa por el BCRA, mientras el nivel de reservas internacionales se iba contrayendo. Como resultado, hoy la masa de pasivos en pesos del sector público neto representa 21.4% del PBI contra 9% hacia fin de la última administración Kirchnerista, y 12% hacia el final de la administración Macrista. Esa diferencia en el nivel de pasivos ciertamente ayuda a explicar por qué la inflación pasó de 27% a más del 100% durante esos 8 años.



La **Figura 21** resalta el delicado calendario financiero que sigue enfrentando el Estado, con la gran mayoría de los vencimientos cayendo antes de las elecciones de octubre. La dificultad de extender la madurez de los pasivos del sector público más allá de las elecciones de octubre es un elemento esencial al caracterizar los riesgos de los próximos meses. Según el calendario actual, se esperan vencimientos de la deuda del Tesoro en pesos en manos exclusivamente privadas de casi un millón de millones por cuatrimestre, o 25% de la base monetaria. El gobierno puede optar por continuar monetizando gran parte de estos vencimientos, pero a riesgo de desmejorar aún más la dinámica inflacionaria en curso. En este contexto, los canjes de deuda no resuelven mucho,; son simplemente un mecanismo para facilitar la monetización de los saldos no deseados por el mercado.

Como se señalara previamente, el fuerte deterioro de la situación fiscal sólo agrava la dinámica financiera y el riesgo de una escalada monetaria e inflacionaria. Según las últimas proyecciones, el déficit primario en lo que resta del año sumaría casi otros \$5.0 billones de deuda pública, prácticamente equivalente a la tenencia privada de esa deuda en la actualidad. Trantando de relacionar el riesgo de desfinanciamiento con el impacto financiero, la **Figura 22** muestra una simulación del valor teórico del dólar paralelo (CCL) en caso que el sector privado no refinance plenamente sus tenencias actuales. La relativamente pequeña diferencia entre los distintos escenarios de renovación revela la importancia del déficit en ese desequilibrio, que exige un financiamiento fresco cuantioso y le pone un piso a la inflación promedio de 9% mensual.

Como si ello fuera poco, la **Figura 23** cuantifica el impacto de la sequía en las cuentas externas del año corriente. Con pérdidas anuales estimadas ya en el orden de USD30 mil millones, la escasez de dólares en el año en curso puede exceder fácilmente los USD20 mil millones, o USD12mm remanentes hasta diciembre. Esto es así aún computando una baja importante en el precio y volumen de la energía importada y una considerable contención en las importaciones. Aunque el gobierno insista en evitar una devaluación racionando las reservas con controles sobre las importaciones y pagos de deuda, el impacto inflacionario es inevitable; sin dólares en el BCRA, los tipos de cambios no oficiales constituyen los mejores proxies de los meses futuros.

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, en el presente bastante mejor defendida por los instrumentos CER. La deuda indexada al tipo de cambio oficial es otra buena alternativa, pero más desde una perspectiva de mediano plazo y utilizando activos corporativos en lugar de deuda pública (**Figura 24**).

GCañonero

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

