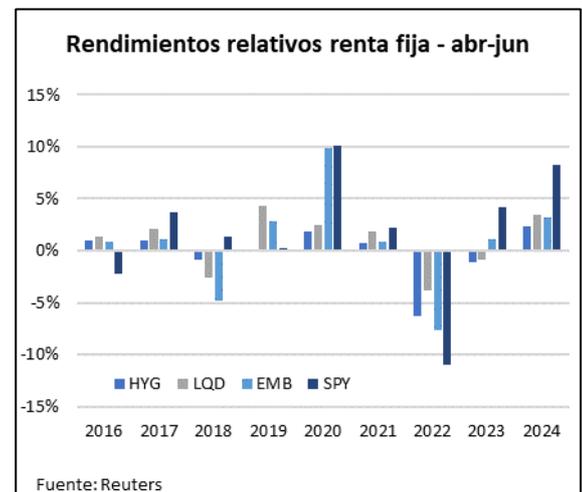
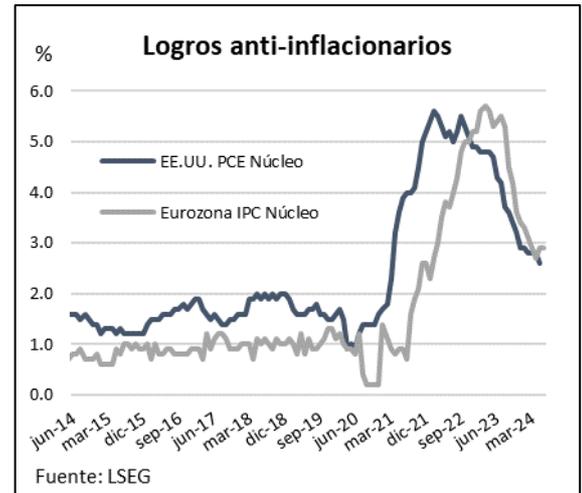


4 de Julio de 2024, Vol 4, #2

## Se consolida el escenario de tasas en baja

- **Se confirman signos de desaceleración económica global.** Luego de dos meses de preocupantes subas de precios, los datos de inflación en los EE.UU. y Europa volvieron a mostrar buenos registros, con notables mejoras en el precio de los servicios, hasta ahora resilientes a las altas tasas de interés. Asimismo, los indicadores de ventas al menudeo en EE.UU. y en la Comunidad Europea (CE) reportaron una importante retracción en la actividad económica reciente. Gradualmente, la inflación va cediendo a los riesgos de recesión su atributo de principal preocupación económica mundial.
- **Las tasas ya comenzaron a bajar.** El Banco Central Europeo (ECB) ya empezó a bajar su tasa de política, y la indecisión de la Reserva Federal Americana (FED) se proyecta en la caída de tasas largas. El mercado financiero espera que el ECB baje su tasa de referencia otros 75pbs en lo que resta del año, mientras que la FED se espera corte sólo 50pbs. Mientras tanto, en las últimas semanas, la mejor perspectiva inflacionaria americana ha permitido bajas de 30pbs en las tasas de 10 años. Mayores caídas en tasas largas probablemente estén contenidas por la persistente preocupación fiscal en EE.UU., pero los riesgos recesivos dominan en el corto plazo.
- **La preferencia por riesgo define la inversión ideal.** El paulatino pero lento relajamiento de condiciones financieras exigentes, y el creciente 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 sugiere una delicada sensibilidad en las condiciones de riesgo imperantes. Por el contrario, tasas largas manteniendo niveles atractivos invitan a anclar buenos retornos en bonos de grado de inversión, menos expuestos al ciclo económico. De todas formas, persistentes ganancias corporativas siguen ofreciendo en las acciones oportunidades para inversores menos adversos a la volatilidad; utilizando opciones para limitar riesgos valoratorios.
- **Argentina: el cambio fiscal se consolida, pero la transición al nuevo régimen sigue desafiante.** Reconfirmada y fortalecida por el apoyo reciente del Congreso, la fuerte convicción fiscalista del nuevo gobierno se afianza como esperanza para el ordenamiento macroeconómico y la estabilización nominal. La credibilidad fiscal plena sólo la otorgará la persistencia en el tiempo, pero el ajuste con un peso fortalecido tiene la energía adecuada para doblegar la inflación. Lamentablemente, la falta de reservas y la severidad de las condiciones iniciales hacen tal proceso demasiado frágil para ofrecer beneficios inmediatos. Solo queda perseverar en el curso de acción, que es el correcto, anhelando la paciencia necesaria de la sociedad.



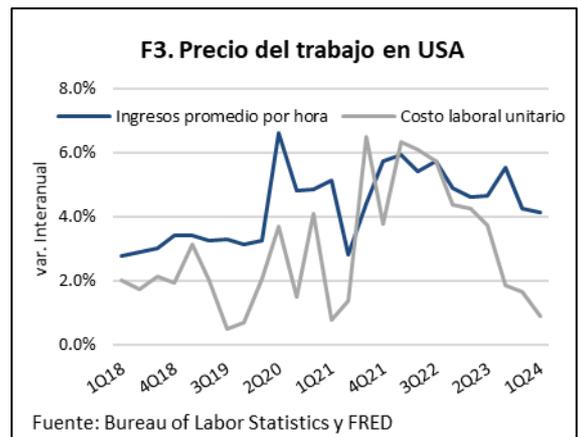
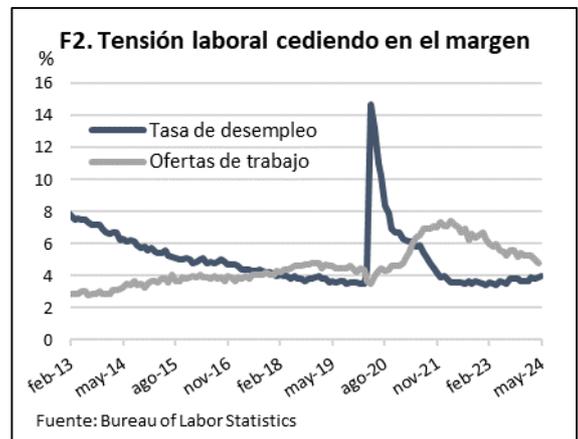
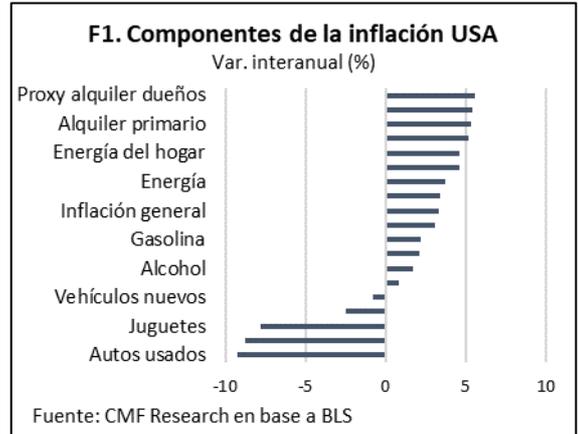
## I. Se confirman signos de desaceleración económica global

El estancamiento relativo de la inflación al comienzo del año finalmente tuvo un nuevo quiebre descendente en los últimos dos meses, particularmente en los EE.UU. (**Figura de portada**). El último registro disponible (mayo) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la *FED*, ascendió a sólo 0,1% mensual y 2,6% en 12 meses, recuperando su firme trayectoria hacia el objetivo del 2%. Además, el índice de precios minoristas de mayo no sufrió modificación en el mes, mostrando un fuerte descenso en el precio de servicios núcleo, que hasta ahora ha sido el más resiliente a las altas tasas de interés (**Figura 1**). De igual forma, la inflación en el costo de viviendas, alquileres y demás, que explica más del 30% de la inflación minorista en EE.UU., sigue bajando parsimoniosamente, de niveles de 7% anual hace un año, a 5% en mayo; todavía el doble que históricamente.

En EE.UU., el mercado laboral continúa con niveles relativamente altos de empleo y puestos de trabajos disponibles, pero también evidenciando indicios de moderación en el margen. El crecimiento del empleo no agrícola se ha estabilizado en los 230.000 puestos de trabajo al mes, y el número de empleos disponibles sigue reduciéndose vis a vis la oferta de trabajo; actualmente a 25% sobre empleo contra 64% hace 12 meses (**Figura 2**). Asimismo, la tasa de desempleo, aunque todavía en niveles bajos, ha subido ininterrumpidamente desde marzo de este año, desde 3,5% a 3,8%. En otras palabras, el mercado laboral todavía sigue muy demandado, pero convergiendo rápidamente a una posición más equilibrada.

Otro reflejo del mismo fenómeno es la continua baja del costo laboral unitario en los EE.UU., subiendo sólo 0,9% en el año en su último registro de marzo, y cayendo sostenidamente del 6,5% reportado en marzo del 2022. Igualmente, el aumento del ingreso salarial promedio por hora se ha estabilizado en 4,0% - 4,1% al año, o no muy lejos de su comportamiento histórico (**Figura 3**). El mercado laboral americano ciertamente se ha beneficiado de un excepcional crecimiento de productividad reciente. De prolongarse la recuperación productiva, la convergencia a precios consistente con los objetivos de inflación debiera suceder relativamente rápido. De lo contrario, el exceso de demanda laboral remanente puede representar la necesidad de un mayor deterioro de la situación económica en general.

Mayor estabilidad en el precio de las *commodities* en las últimas semanas también agregaron otro elemento benigno para el comportamiento de expectativas de inflación. Más relevante para la perspectiva inflacionaria fue la fuerte caída observada en las ventas minoristas en los EE.UU. y Europa. En los dos últimos meses las ventas minoristas americanas han estado estancadas o cayendo marginalmente. En el mismo sentido, se estima que el exceso de ahorro resultante del período de pandemia se está finalmente agotando (**Figura 4**). Es por ello por lo que los analistas esperan que el crecimiento económico en EE.UU. se desacelere de 2,3% este año a 1,80% en 2025, y una leve recuperación en Europa.



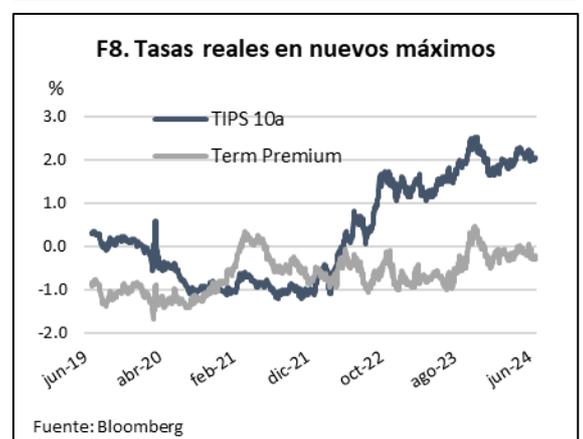
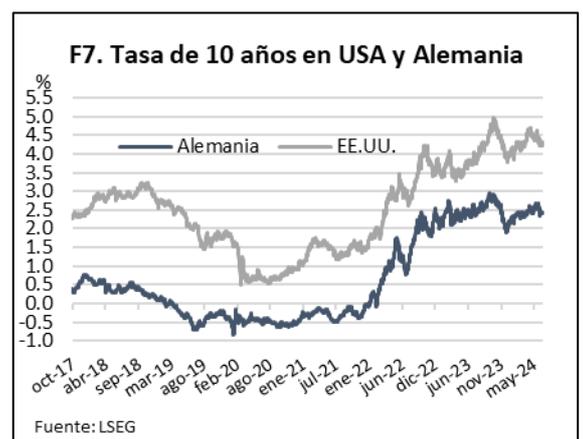
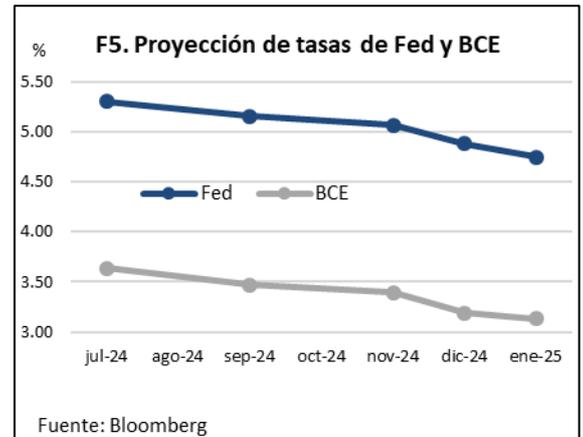
## II. La curva de rendimientos ya anticipa un descenso de tasas

Como era esperable, la *FED* volvió a mantener su tasa de referencia en junio, pero el *ECB* comenzó a deshacer su ajuste monetario bajando su tasa respectiva de 4,50% a 4,25%. Actualmente, las encuestas de expectativas sugieren que los operadores de mercado anticipan que el *ECB* seguirá bajando su tasa de a 25pbs por reunión de aquí a fin de año, mientras que la *FED* recién lo hará en septiembre/noviembre (**Figura 5**). Esa percepción ha ganado una mayor unanimidad en las últimas semanas, principalmente por la mejora observada en la tendencia descendente de la inflación. Asimismo, los principales miembros del comité de política monetaria americana (*FOMC*) han sido explícitos sobre la remanente dependencia de próximas decisiones a los nuevos datos económicos. En cualquier caso, al 12 de junio, la mediana de los miembros del *FOMC* esperaba solamente una baja de tasas en lo que resta del año y un recorte de 100pbs en el 2025.

La cautela expresada por las autoridades monetarias en general ha seguido facilitando 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 se han anclado muy cerca de los objetivos de política de los respectivos bancos centrales. A juzgar por el mercado de *swaps*, la expectativa implícita de inflación a 5 años (más precisamente en 5 años a partir de los próximos 5 años) en EE.UU. se sitúa en 2,29% actualmente, mientras que la misma en Europa es consistente con una inflación de 2,26% (**Figura 6**).

El movimiento de tasas largas volvió a ser, recientemente, el verdadero mecanismo de estabilización de expectativas. En los últimos 2 meses, la tasa de 10 años en los EE.UU. ha caído 30 puntos básicos (**Figura 7**). El movimiento de tasas largas en Europa y Asia fue de menor magnitud; en el mismo período, la tasa de 10 años de Alemania bajó 10 puntos básicos, mientras que la de Japón se incrementó 20pbs.

El reciente movimiento de tasas resultó, en el caso americano, de una caída en la tasa real de 10 años (*TIPS*) de 25pbs, para alcanzar 2,00% la semana pasada (**Figura 8**). Como se ha observado oportunamente, el nivel actual de tasas reales debiera representar una verdadera contención para la economía y la perspectiva de inflación. Dos elementos siguen constituyendo 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. Vale resaltar que el promedio de esta tasa real en los 24 años de este siglo fue de aproximadamente 2%, pero la tendencia ha sido francamente decreciente, con tasas reales muy por debajo del 1% desde la crisis financiera global de 2008/2009.



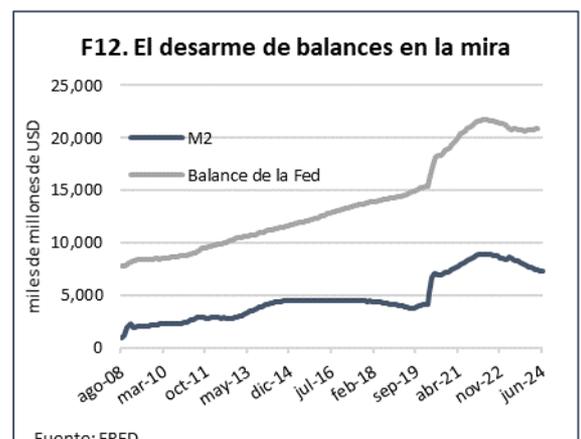
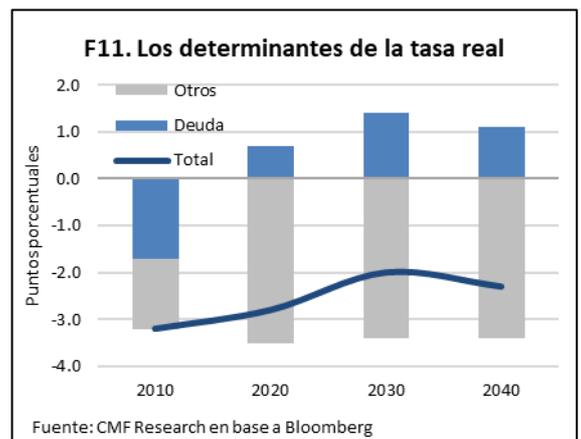
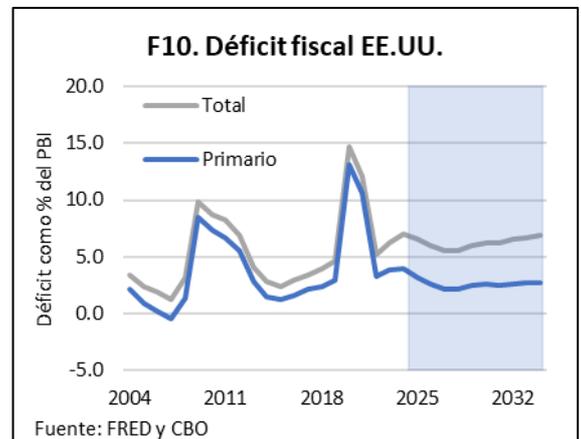
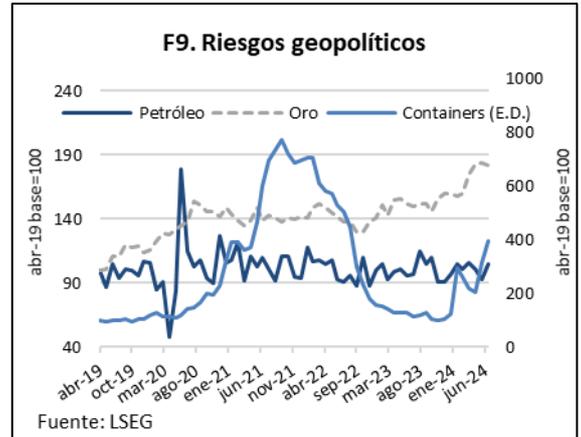
### III. Perplejidad por riesgos geopolíticos, fiscales y electorales

Nada insinúa que las continuas tensiones geopolíticas existentes pueden resolverse en el futuro mediato. La situación en Rusia/Ucrania luce más bien eternizada por el poder bélico relativo, pero también por el delicado equilibrio político internacional existente. En el caso de Medio Oriente, los atentados de octubre y la consecuente respuesta de Israel, más bien parecieran alejar una solución más permanente, muy a pesar de la creciente presión internacional. Y más específicamente en la misma región, los ataques hutíes con misiles balísticos en el Mar Rojo siguen amenazando el flujo de transporte comercial escudados por el mismo frágil balance regional. Dichas tensiones pueden explicar precios relativamente elevados para los activos más conservadores, como el oro y la plata, como así también la suba de 200% en el precio del transporte marítimo recientemente (Figura 9).

Asimismo, la falta de contención sobre las cuentas fiscales americanas preserva riesgos importantes. En su último reporte de junio, la Oficina de Presupuesto del Congreso americano (CBO) revisó al alza su proyección de déficit de las cuentas públicas a 6,7% del PBI para este año, de 5,6% en febrero. El nuevo déficit proyectado está por sobre el número del año previo, que fue 6,3%, aunque refleja una mínima mejora en el balance primario, que pasaría de -3,8% en 2023 a -3,6% este año. Desde una perspectiva de más largo plazo, la CBO estima que una mejora marginal del déficit primario en los próximos 10 años no podrá evitar un déficit financiero creciente, que podría volver a exceder el 6% del PBI a principios de la próxima década, para seguir subiendo en las décadas subsecuentes (Figura 10).

En base a esas proyecciones, no necesariamente conservadoras según los expertos, la deuda neta del gobierno federal americano simplemente seguiría creciendo en términos del producto bruto, para llegar a 122% del PBI desde 97% al cierre del ejercicio pasado. Tal perspectiva seguramente le siga poniendo un piso elevado a las tasas largas. Hay evidencia que el bajo nivel de crecimiento económico reciente, el envejecimiento relativo de la población y concentración de la riqueza han ejercido una presión a la baja en las últimas décadas (en realidad siglos, según algunos entendidos). Así mismo, hay contundente confirmación (NY FED, por ejemplo) que, desde mitad de la década pasada, el aumento de la deuda pública en los EE.UU. ha contrarrestado parte de esas fuerzas descendentes (Figura 11).

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 a principios del 2023. Desde comienzos del año pasado, la FED ha aumentado la oferta de bonos largos en casi 6,0% del PBI y tal magnitud no puede ser neutral al mercado de tasas (Figura 12). 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.



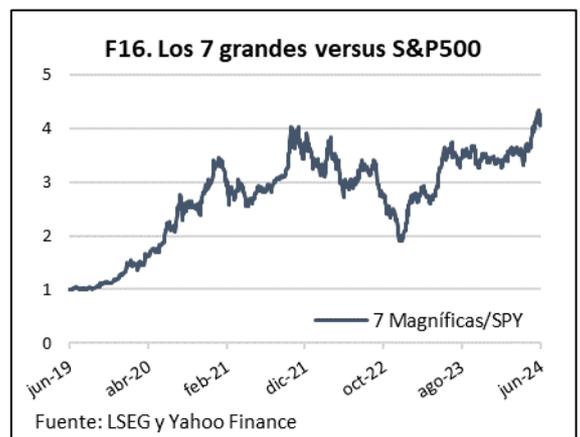
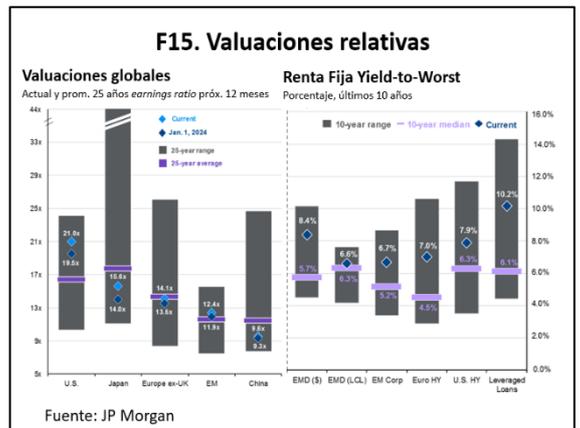
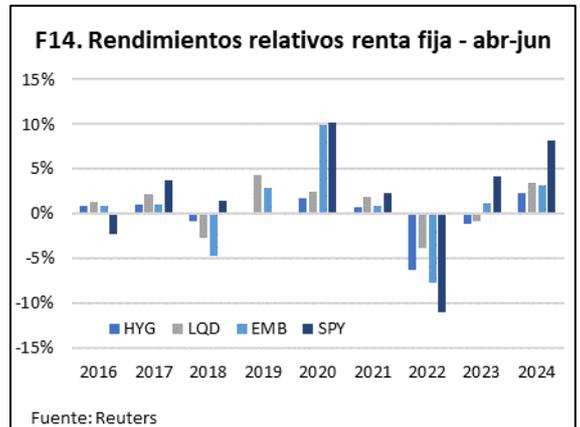
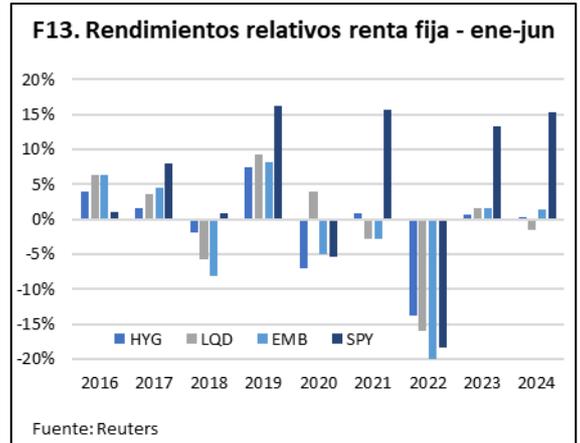
**IV. La preferencia por riesgo define la inversión más que nunca**

La baja de tasas, en un contexto auspicioso de actividad económica y resultados empresariales, volvió a sostener un buen retorno en los activos de riesgo. Las acciones subieron 5,8% en el bimestre, y 15,5% en lo va que va del año. En el mismo período, los bonos de alto rendimiento rindieron 0,78% (2,39% en lo que va del año) y los de grado de inversión ganaron 1,45% (pero cayeron 1% desde comienzos de año) (**Figuras 13 y 14**). Las *commodities* fueron los principales perdedores de los últimos meses, aunque todavía conservan un retorno positivo en el año de 2,48%. Los menores riesgos inflacionarios, la prudencia de la política monetaria y la fuerte resiliencia que muestra la economía real fueron determinantes de los retornos relativos. Simultáneamente, la incertidumbre geopolítica agregó su cuota de distorsión, pero quedó mayormente subordinada a una macroeconomía muy favorable.

Tratando de anticipar lo que vendrá, 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. 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 (**Figura 16**). Por el contrario, un premio del riesgo de acciones (*ERP*) cerca de sus mínimos históricos justifica la medida y debiera promover cierta precaución.

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 acotado, en particular si se acepta la hipótesis de que el nuevo nivel de tasas largas tiene más para ceder. En ese caso, 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. Las acciones también son una opción para los menos adversos a la volatilidad, pero utilizando opciones para contener el riesgo.



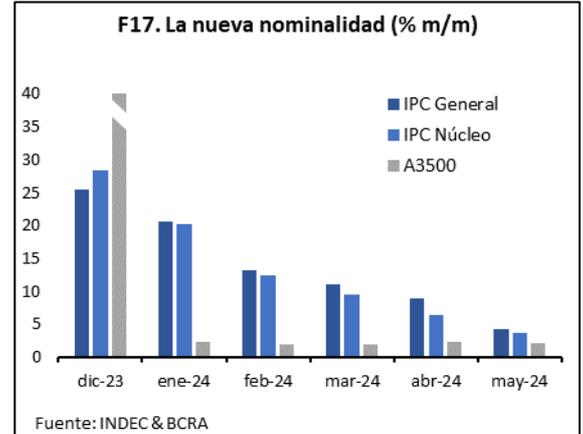
**V. Argentina: cambiando el régimen para bien, pero con riesgos**

Reconfirmada, y fortalecida por el apoyo reciente del Congreso, la fuerte convicción fiscalista del nuevo gobierno se afianza como ancla para el ordenamiento macroeconómico y la estabilización nominal. La credibilidad fiscal plena sólo la otorgará la persistencia en el tiempo, pero el ajuste en curso y un peso fuerte debieran tener la potencia para doblegar la inercia inflacionaria (**Figura 17**). Lamentablemente, la falta de reservas y las terribles condiciones iniciales, hacen tal proceso demasiado frágil para ofrecer beneficios inmediatos. Solo resta perseverar en el camino correcto y anhelar la paciencia y el acompañamiento necesario de la sociedad.

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. Tal ajuste sumado a la recuperación de la 4ta categoría del impuesto a las ganancias (fundamental también para mantener la astringencia actual sobre las provincias), una nueva fórmula previsional, y los recursos extraordinarios de la moratoria y el blanqueo impositivo, debiera colaborar para mantener el superávit financiero este año (**Figura 18**).

En el mercado externo, el BCRA ha podido comprar más de USD 17 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 parcial en la deuda comercial (**Figura 19**). La debilidad en la demanda de importaciones puede reflejar la caída de actividad y el exceso de inventarios promocionado por un dólar comercial artificialmente bajo en los años previos. El aumento parcial de la deuda importadora es otro reflejo de la delicada situación heredada, con una deuda comercial aumentada en más de USD 20 mil millones, aunque también muestra signos de normalización.

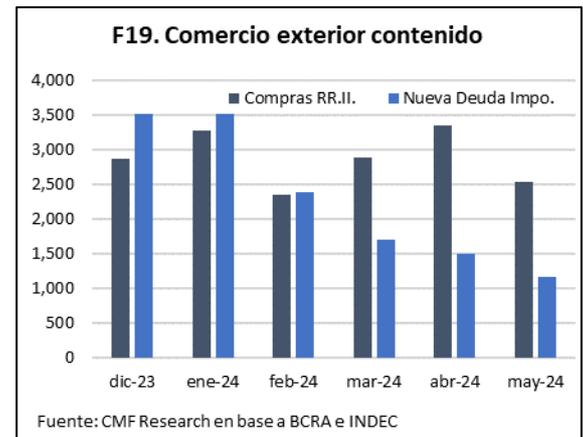
La combinación de cepo cambiario más el impuesto PAIS y la fórmula cambiaria para los exportadores (20% al contado con liquidación) personifican la remanente dependencia de la estabilidad cambiaria reciente a la represión financiera en curso. Desde diciembre pasado, la fórmula cambiaria ha explicado una oferta en el mercado paralelo de casi USD 8,0 mil millones (**Figura 20**). Desgraciadamente, el *blend* cambiario comenzó a exigir ventas de reservas antes de lo anticipado. En las circunstancias actuales, el BCRA probablemente tenga que seguir perdiendo reservas en lo que resta del año. En contraposición, la suma de pasivos remunerados en el BCRA y deuda del Tesoro en pesos en manos del sector privado que vence antes de fin de año representan casi USD 36 mil millones equivalentes al contado con liquidación (CCL) que todavía no cuentan con respaldo, y explica las dudas del gobierno por levantar el cepo. Vale resaltar que ese exceso de pesos era de USD 48 mil millones en diciembre, y el mismo seguirá reduciéndose de la mano de una mayor demanda por pesos y/o compra de reservas internacionales.



**F18. Ajuste fiscal sustentable**

% del PBI	Situación actual Ingresos 2024			Paquete Fiscal Ingresos 2024 con Ley aprobada		
	Total	Nación	Provincias	Total	Nación	Provincias
Moratoria + BBPP + blanqueo	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%	0.30%	0.47%
ITI	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
II.GG.	3.21%	1.44%	1.76%	3.51%	1.58%	1.93%
BB.PP.	0.68%	0.25%	0.43%	0.27%	0.09%	0.18%
Monotributo	0.02%	0.02%	0.01%	0.11%	0.08%	0.03%
<b>Total</b>	<b>3.93%</b>	<b>1.72%</b>	<b>2.21%</b>	<b>4.67%</b>	<b>2.05%</b>	<b>2.62%</b>

Fuente: Eco Go



**F20. Mercado cambiario**

En millones de USD

	I semestre (e)	II semestre (e)	2024e
MERCADO CAMBIARIO			
Compras del BCRA	16,000	¿3,000?	¿19,000?
Saldo comercial cambiario	15,000	2,200	17,200
Exportadores	32,000	31,200	63,200
Importaciones CIF <sup>(*)</sup> PAGOS ->	(-17,000)	(-29,000)	(-46,000)
ADUANA ->	(-28,000)	(-28,000)	(-56,000)
Demanda minorista	-2,600	¿-2,000?	-4,600
Demanda neta mayorista	¿+3,600?	?	?
Ventas MEP de exportadores (20%)	8,000	¿7,800?	¿15,800?

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

US\$10.000 MM de nueva deuda comercial no por pago de importaciones  
Venta de dólares bid

A pesar de las mejoras alcanzadas, el mercado financiero pareciera haber comenzado a dudar de la capacidad del gobierno de mantener una tendencia descendiente en la inflación y/o convalidar su compromiso cambiario. Tanto las expectativas implícitas en los bonos ajustados por inflación como la proyectada por analistas, muestran un amesetamiento cerca del 4% en la inflación mensual esperada para los próximos meses (**Figura 21**). De igual manera, la perspectivas implícitas del tipo de cambio en los bonos ajustados al mismo son consistentes con una depreciación potencial de 10%-15% dependiendo del horizonte temporal (**Figura 22**).

Sin duda, la política económica actual necesita de más tiempo para quebrar esas expectativas inflacionarias y cambiarias. El sendero es el correcto, y los datos inflacionarios de los últimos meses lo han confirmado. La contundencia del ajuste fiscal y un peso fuerte debieran ser suficientemente potentes para contener nuevas presiones inflacionarias. Lamentablemente, el ajuste de precios relativos no ha terminado, y ello puede opacar los logros anti-inflacionarios conseguidos.

En el centro de la discusión actual está la reciente apreciación real del peso (**Figura 23**) y la incapacidad del BCRA por seguir comprando reservas. Siempre existe la posibilidad de utilizar la experiencia represiva aprendida para abrir el cepo parcialmente y buscar un precio de mercado que permita más acumulación de reservas. Pero el riesgo sigue siendo enorme, amplificado por el exceso de pesos remanentes. Lo mismo explica la lógica intención del gobierno de seguir fortaleciendo el control fiscal y monetario, antes de enfrentar la amenaza de nueva inestabilidad en búsqueda de una mayor apertura.

Mientras tanto, la reciente retracción en el precio de los activos argentinos afectó tanto a los activos públicos como a los privados. Pero la esperanza remanente se manifiesta con mayor convicción en los activos del sector privado, 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 entendimiento que el sector privado es clave para explotar las riquezas naturales del país, bien pueden justificar estas valuaciones relativas.

En conclusión, aún a pesar del mayor nerviosismo financiero de las últimas semanas, se puede argumentar que la realidad económica es indudablemente 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 herencia recibida sigue siendo desestabilizante, porque el enorme exceso de pesos generado por los déficits del pasado no se pueden eliminar más rápidamente.

**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.*

