

03 de Febrero de 2023

Algunas notas sobre la inflación y la tasa en USA

En los diez años previos a la pandemia experimentamos un espectacular desempeño en los índices de bonos globales. La reducción en las tasas de interés y la brutal liquidez alimentó los retornos de los bonos (cupones más incrementos de paridades) en gran parte del mundo, tanto desarrollado como emergente.

El gran rally de la renta fija global se interrumpió transitoriamente con la gigantesca incertidumbre producto de la pandemia iniciada en marzo del 2020. El Covid-19 desconcertó al mundo entero y castigó sin distinción el precio de los distintos activos. Los bonos globales grado de inversión cayeron 20% en unas pocas semanas. Pero tan rápida fue la caída como la recuperación. Particularmente en el mercado de bonos, los bancos centrales y la inyección de liquidez tuvieron mucho que ver. Mucha liquidez, baja de tasas y suba de paridades.

Este fue el mundo hasta el 2021. El 2022 fue exactamente lo opuesto. El año pasado se produjo una monumental corrección en los bonos a nivel global de la mano de la inflación y la suba de tasas por parte de los bancos centrales, corrección más intensa incluso que la mencionada por la pandemia. El mercado de bonos a nivel global tuvo su peor año prácticamente en un siglo. Sí, leyó bien, en un siglo. Absorción de liquidez, suba de tasas y baja de paridades.

Esta semana la FED subió la tasa otros 25 puntos básicos, para llevar al 4.5-4.75% la tasa de fondos federales (mercado overnight donde la FED opera de forma directa). Estamos frente al ajuste más rápido de las tasas de interés desde principios de la década de 1980. Esto explicó el desplome en el

precio de los bonos en todas sus variantes. Bonos investment grade, high yields, emergentes soberanos y corporativos, hasta los Treasuries americanos tuvieron un año para el olvido.

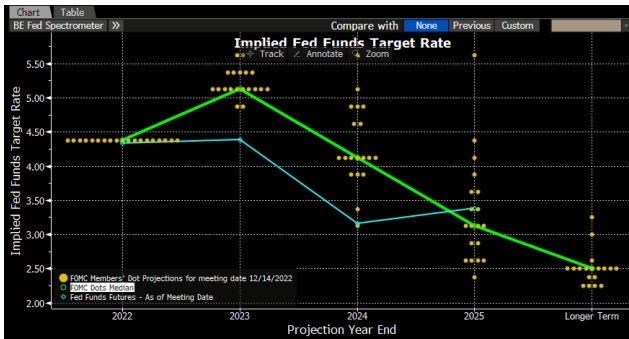


Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, a partir del mes de octubre los bonos vienen mostrando una marcada recuperación, a pesar que la Reserva Federal continúa subiendo la tasa de referencia. Tomemos los bonos corporativos emergentes como ejemplo. Hasta octubre, acumulaban una baja del 22% en el año. Desde octubre hasta ahora la recuperación superó nada menos que el 10%. Los bonos en todas sus clases experimentaron una dinámica similar.

¿Por qué los bonos recuperan terreno mientras la Reserva Federal sube tasas y amenaza con seguir este camino hasta encarrilar la inflación dentro de su meta? Porque el mercado mira para adelante, no para atrás.

Esta suba en el precio de los bonos coincide con los mejores datos de inflación que fueron llegando. El mercado estima que la FED está llegando al final del camino, anticipa una suba más en febrero de un cuarto de punto para luego comenzar un leve descenso a partir de la segunda parte este año. La FED, por su parte, estima vía su famoso Dot Plot otras subas en las primeras reuniones del año para luego mantener la tasa en el rango de 5%-5.25%.



Fuente: Bloomberg.

¿Qué pasará con la tasa? ¿Seguirá el camino trazado por la FED? ¿Estará más cerca de lo que estima el mercado? La respuesta está en la dinámica de la tasa de inflación. La tasa de la FED es dependiente de los datos que vayan surgiendo en materia de inflación. El Dot Plot de la Reserva Federal es sólo una referencia y, por lo general, bastante mala. Sólo como dato de color, en la última reunión del 2021 la FED proyectaba una tasa de referencia para fines del 2022 del 0.875%. La tasa terminó siendo mayor al 4%. Los errores de la FED en los últimos años explican buena parte de la inflación experimentada. A continuación, algunas notas sobre la dinámica de la inflación de los últimos meses.

La dinámica inflacionaria

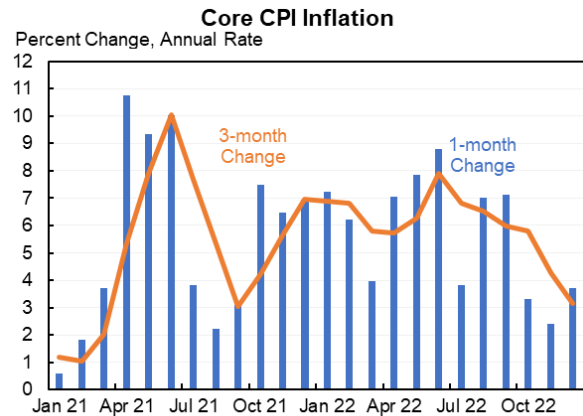
Utilizaremos gráficos del economista Jason Furman de la Universidad de Harvard, a nuestro juicio uno de los mejores profesionales en explicar la dinámica de precios en Estados Unidos. Como mencionamos, hubo un claro punto de inflexión en las paridades de los bonos a nivel global desde el mes de octubre. Ese punto de inflexión también tuvo lugar en las mediciones de inflación.

En la siguiente tabla se muestran 4 indicadores de inflación que se desprenden del CPI (índice de precios al consumidor). En las columnas figura los datos anualizados del último mes, últimos 3, 6 y 12 meses, siempre expresada la tasa de variación en forma anual. De izquierda a derecha, desde el dato

más reciente al dato más antiguo, todos los indicadores muestran un claro descenso de la inflación. El índice general en los últimos tres meses ya se encuentra por debajo del objetivo de la FED en el 1.8% anual. El índice núcleo o core que deja afuera energía y otros commodities como alimentos, se ubica en el 3.1% anual para los últimos tres meses, una clara baja en relación al 5.7% de los últimos 12 meses. Por el último, el índice core estrecho, que no toma el componente vivienda (shelter) y autos usados, muy volátiles, muestra una variación de 1.8% en los últimos tres meses anualizados, también una clara baja en relación al 5.7% de los últimos doce meses. En los gráficos siguientes a la tabla, se ve la baja descripta del CPI core y el CPI core estrecho.

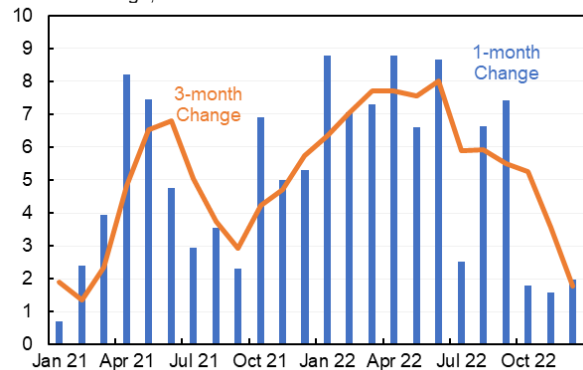
CPI Inflation for December 2022, Annual Rate				
	1-month	3-month	6-month	12-month
Overall	-0.9	1.8	1.9	6.4
Core	3.7	3.1	4.5	5.7
Core ex Shelter and Used Cars	2.0	1.8	3.6	5.7
Core with Private New Rent Indices for Shelter	0.1	-0.4	1.9	5.0

Note: Private new rent indices are Zillow Observed Rent Index and Apartment List National Rent Index. Apartment List seasonally adjusted using Macrobond. Source: Bureau of Labor Statistics; Zillow; Apartment List; Macrobond; author's calculations.



Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

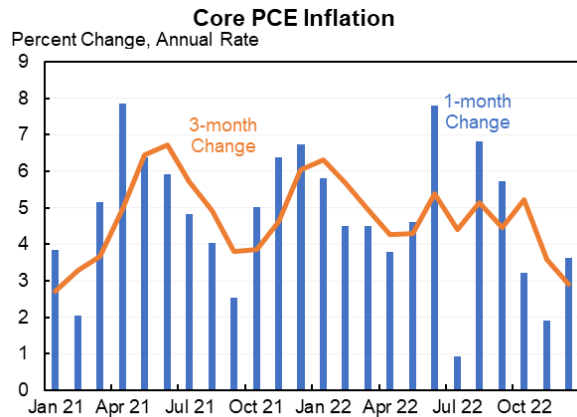
Core CPI Inflation ex Shelter and Used Vehicles



Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

Fuente: @jasonfurman.

El objetivo de inflación de la FED no recae sobre el índice CPI sino sobre el PCE en su versión core, que es el deflactor de precios al consumo que surge de la medición de PBI. En el gráfico a continuación notamos el claro descenso del indicador preferido de la FED, si bien todavía el dato anualizado de los últimos 3 meses se ubica en un 3%, 1 punto arriba del objetivo, el descenso en los últimos meses es alentador.



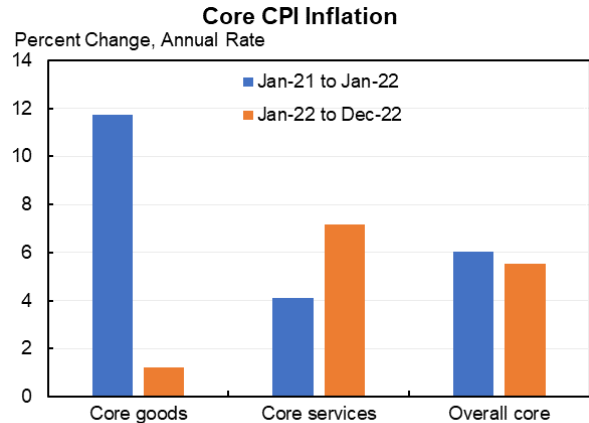
Source: Bureau of Economic Analysis via Macrobond; author's calculations.

Fuente: @jasonfurman.

La inflación en servicios viene siendo el componente más resistente a la baja, en el lenguaje criollo, la inflación más inercial. En el primer gráfico notamos con la inflación de servicios muestra una dinámica menos alentadora que la inflación de bienes. El mercado laboral norteamericano muestra una solidez llamativa para el incremento de tasas que estamos experimentando. El dato de hoy muestra un mercado laboral robusto.

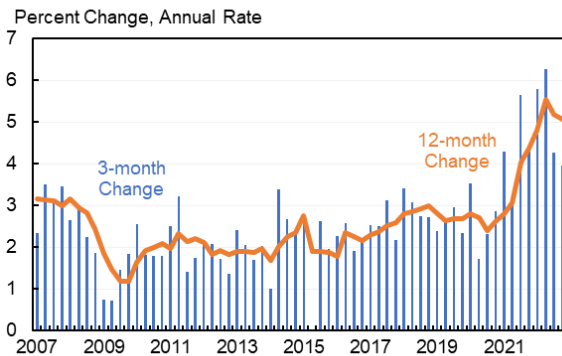
La pandemia trajo profundos cambios en el mercado laboral, que todavía estamos descubriendo, como la menor participación laboral y la mayor rotación. Un indicador más amplio que los salarios es el índice de costo de empleo (Employment Cost Index - ECI). La evolución de este indicador también brinda señales positivas, los últimos tres meses la tasa de variación ronda el 4% anual. La caída es esperanzadora, pero todavía estamos en niveles altos en relación a la pre

pandemia (entre 2% y 3%). Este es el principal foco a seguir en materia de inflación, los salarios y el costo laboral le marcan un piso más a alto a la variación de precios.



Source: Bureau of Labor Statistics; Macrobond; author's calculations.

Employment Cost Index, Private Compensation

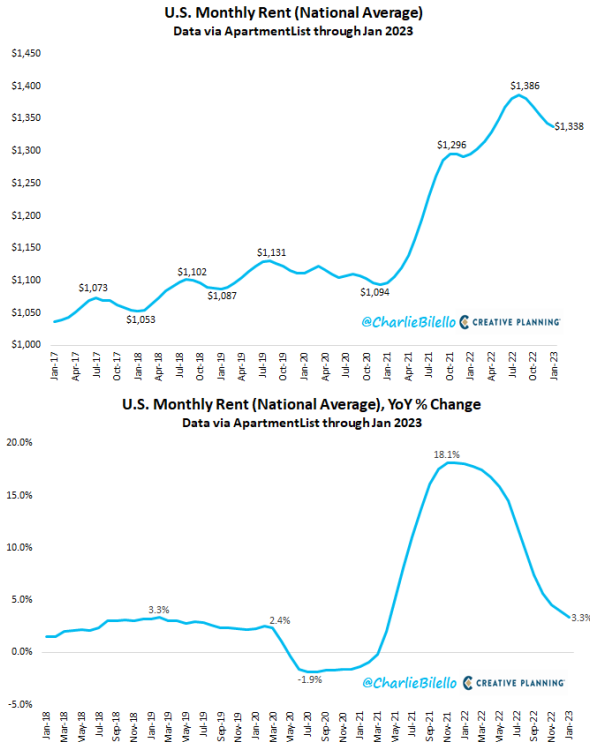


Source: Bureau of Labor Statistics; Macrobond; author's calculations.

Fuente: @jasonfurman.

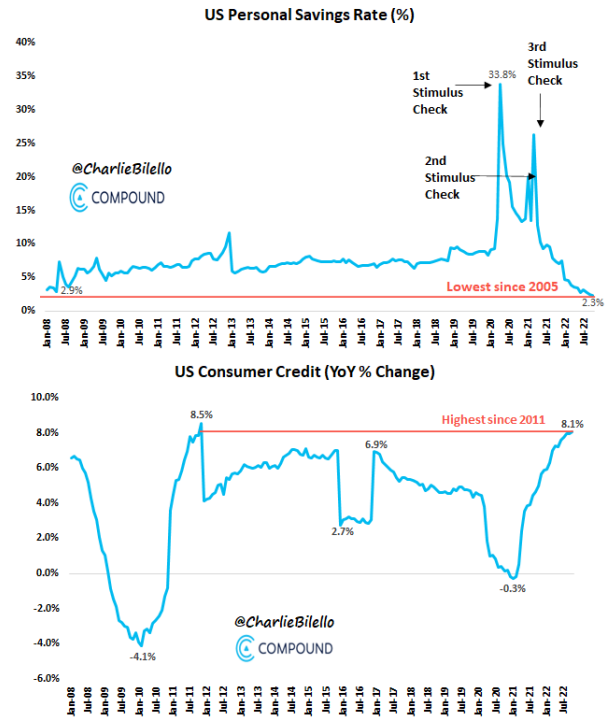
Vale remarcar una cuestión importante en la medición del CPI en USA. Cerca de un tercio del índice es explicado por el componente vivienda o shelter. Este componente corresponde principalmente a los alquileres y las rentas equivalentes en el caso de propietarios. La medición mide un promedio de los últimos doce meses, algo parecido a una media móvil. Con lo cual, hay una gran discrepancia entre los alquileres pagados el último mes en relación a lo que mide el índice. Durante gran parte del 2021 la medición de la inflación estuvo subestimada por este componente. Ahora ocurre lo contrario, mientras los nuevos alquileres caen, el índice muestra una

mayor inflación en el componente shelter. Este efecto se comenzará a moderar los próximos meses, este es otro punto que nos lleva a ser optimistas.



Fuente: @CharlieBilello.

Hay un dato llamativo en la economía norteamericana. Durante la pandemia Estados Unidos experimentó un boom en la tasa de ahorro producto del menor consumo y los alivios fiscales del Gobierno, los famosos cheques de Trump y luego la segunda ronda de estímulos de Biden. Este exceso de ahorro se tradujo en una explosión del consumo pasada la pandemia. Eso se terminó. Hoy el ahorro se encuentra en niveles muy bajos en relación al promedio y el consumo todavía es alto, como se ve en los gráficos a continuación. El consumo se mantiene gracias al apalancamiento con tarjetas de crédito. Con esta suba de tasas, creemos que esta dinámica está cerca de revertirse. El consumo seguramente caerá y con ello el mercado laboral se debilitará. Esto ayudará a bajar la inflación.



Fuente: @CharlieBilello.

Como conclusión, seguimos optimistas con el mercado de bonos porque pensamos que la FED tendrá que regular su posición tan dura en algún momento del 2023, obligada por las circunstancias. La inflación seguramente no baje en forma lineal y tendremos mediciones mensuales dispares, pero la tendencia creemos que seguirá siendo positiva en materia de precios. Luego de esta reciente suba en las paridades no esperamos un rápido rebote como hace unos meses, eso creemos que ya ocurrió, pero de largo plazo los bonos siguen brindando un buen punto de entrada para una cartera de inversión.

Buen fin de semana,

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar