



PUENTE

— desde 1915 —

Gestión Patrimonial & Mercado de Capitales

Respondiendo a la inflación

PUENTE VIEW

Weekly - **Tasas y Monedas**

PUENTE VIEW es un reporte semanal que se produce a partir del análisis de los principales asset classes globales de Renta Variable, Renta Fija, Rates y FX, Commodities y Alternativos.

Respondiendo a la inflación

Nuestro Análisis

- El proceso de contracción monetaria por parte de la Reserva Federal de EE. UU. sugiere incrementos en la tasa de referencia de hasta 225 puntos básicos (9 incrementos de 25 puntos básicos) para todo 2022, de acuerdo a lo descontado por el consenso del mercado. Por otro lado, la metodología y velocidad de la absorción por reducción de activos de la entidad aún es incierta, pero fundamental para asentar las expectativas hacia adelante.
- El Banco de Inglaterra aumentó su tasa por tercera vez consecutiva, mientras que el Banco Central Europeo mantiene los rangos de 0%-0,25%. El Banco de Japón aún se muestra laxo, con una tasa de -0,1% y la compra agresiva de activos.
- La dinámica en la cotización del dólar en el mediano plazo dependerá de la contracción monetaria (positivamente) y la corrección del déficit fiscal estadounidense (negativamente), entre otros factores.

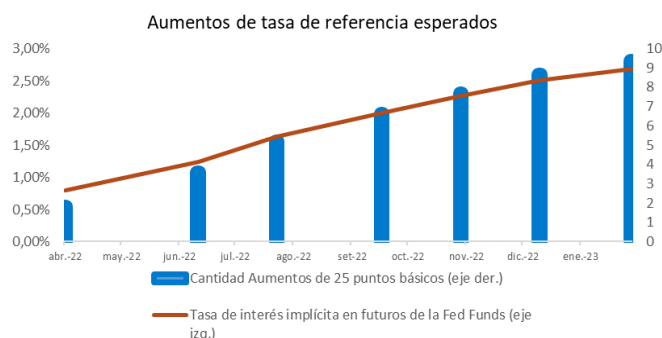
Tipos de cambio (FX desarrollados) contra USD y tasas relevantes:

		% 5 Semanas	2022
Dólar (DXY)		1,7%	2,4%
/Dólar:			
Euro	0,90	-1,1%	-2,2%
Dólar canadiense	1,25	2,0%	1,1%
Dólar australiano	1,33	3,9%	3,3%
Yen	121,38	-4,8%	-5,1%
Libra esterlina	0,76	-1,9%	-2,8%
Franco suizo	0,92	0,9%	-1,0%
Corona noruega	8,74	1,2%	0,9%
Corona sueca	9,32	1,2%	-2,9%
Tasas de interés			
Fed Funds	0,25%-0,50%		
Treasury (10 años)	2,32%		
Treasury (30 años)	2,45%		

Fuente: Puente, Bloomberg.

Reserva Federal de EE. UU.

En el último Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), llevado a cabo el 16 de marzo, la Reserva Federal de EE. UU. aumentó la **tasa de referencia** en 25 puntos básicos llevándola a un **rango de 0,25% a 0,5%**. El **mercado ahora espera hasta 8 subas adicionales en 2022, lo cual resultaría en una tasa de 2,5% aproximadamente**, una vez finalizada la reunión del 14 de diciembre.



Fuente: Puente, Bloomberg.

De cumplirse los pronósticos, la entidad debería **incrementar la tasa de interés en 50 puntos básicos** (o más) en al menos una de sus restantes 6 reuniones, un evento que **no ocurre desde mayo de 2000** durante la crisis de las puntocom. Miembros del comité dejaron entrever que aumentos mayores a 25 puntos son una posibilidad para contener la inflación.

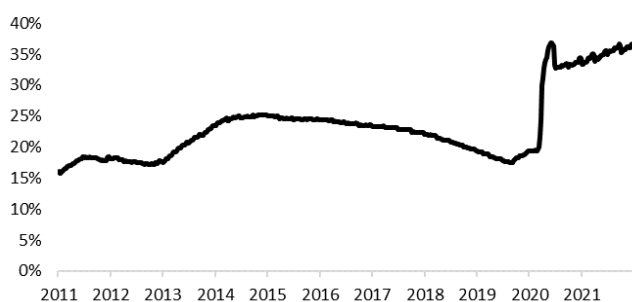
La postura más relevante en este sentido es la del presidente de la FED, Jerome Powell, que utilizó un **tono más agresivo al referirse a la velocidad de ajuste necesaria como “expeditiva”**, lo cual se contrapone con los aumentos “estables” que pregonaba luego de la reunión de enero. En base a esto, los analistas esperan que el **primer aumento de 50 puntos básicos ocurra en la próxima reunión del 4 de mayo**.

Debemos remontarnos a la década del 80 para encontrar años individuales en los que los aumentos acumulados superaron los 225 puntos básicos. Sin embargo, la comparabilidad contextual con esa época es baja ya que la inflación se extendió por mucho tiempo, incluso superando el 13% en 1980. En esos años la tasa de referencia osciló entre el 6% y el 20%, muy lejos del actual 0,5% y los aumentos de 225 puntos básicos que se proyectan para 2022.

Respecto a la **tasa de referencia de largo plazo (+2024)** el **comité redujo sus expectativas**, pasando del 2,5% anunciado en diciembre de 2021 a 2,375%.

En cuanto a la absorción monetaria, será de máxima relevancia la forma en la cual la entidad reducirá su **hoja de balance de aproximadamente USD 9 billones**. Aunque no dio definiciones concretas, el organismo **comenzará a partir de mayo a desarmar su cartera de bonos del Tesoro (USD 5,7 billones) y activos respaldados por hipotecas (USD 2,8 billones)** que acumuló mediante la inyección de liquidez al mercado durante la pandemia.

Hoja de Balance FED / PIB



Fuente: Puente, ST Louis Fed

Actualmente, la hoja de balance representa alrededor del **36,5% del producto interno bruto (PIB)** de EE. UU., excediendo su promedio histórico de los últimos 20 años de ~24,0%. Si asumimos que la FED busca aproximarse a valores habituales de entre 20% y 25%, esto **significaría una reducción de entre USD 2,8 y 4,0 billones**.

Según Powell la reducción se asemejará, pero **será más agresiva, a la hecha durante el periodo 2017-2019**, en la cual se dejaron vencer instrumentos y se reinvertió solo una porción para alcanzar un déficit de USD 50 mil millones por mes. En este sentido, de dejar vencer títulos únicamente (es decir, evitando vender instrumentos proactivamente), **la FED necesitaría aguardar hasta 2023 para reducir USD 1 billón, hasta 2024 para USD 2 billones, hasta 2026 para USD 3 billones y hasta 2029 para USD 4 billones**.

El mercado tiene certezas de que el período de contracción de liquidez monetaria ha comenzado, más allá de la velocidad de subas en la tasa de referencia y reducción de hoja de balance. La absorción de dinero por parte de la entidad podría ocasionar volatilidad en las valuaciones de los distintos activos de no alinearse con las expectativas.

Otros países desarrollados

La **guerra ruso-ucraniana** cambió las perspectivas de crecimiento e inflación para la Eurozona. La certidumbre respecto a los pronósticos dependerá de la duración del combate y de las posibles sanciones económicas adicionales sobre Rusia. En este contexto, el **Banco Central Europeo (BCE)** proyecta un crecimiento del PIB real de 3,7% para 2022, 2,8% para 2023 y 1,6% para 2024, con una inflación de 5,1% (aunque podría exceder el 7% en el escenario más negativo), 2,1% y 1,9% para los respectivos años.

La entidad monetaria **revisó su programa de recompra de activos (APP) en su reunión del 10 de marzo**, estimando que el mismo terminará durante el tercer trimestre de 2022. Se espera que las compras de bonos sean de EUR 40 mil millones en abril, EUR 30 mil millones en mayo y EUR 20 mil millones en junio. Sin embargo, **continuaría reinvertiendo el capital de los bonos que han llegado a su vencimiento, al menos en el corto plazo**.

Si bien la **tasa de referencia se mantuvo inalterada en 0% - 0,25%**, el mercado pronostica que el próximo aumento podría ocurrir una vez finalizado el programa de APP, es decir hacia el tercer o cuarto trimestre. En total se proyectan **4 aumentos de 25 puntos básicos de tasa de referencia hasta marzo del 2023**.

Por su parte, el Banco de Inglaterra incrementó, por tercera vez consecutiva en el año, la **tasa de referencia que alcanzó el 0,75% ante una inflación proyectada de 8% para abril**, dada la presión generada por el alza en los precios de la energía.

El tono utilizado por los funcionarios sugiere que en los próximos meses se utilizará una postura más acomodaticia de política monetaria.

El Banco de Japón (BoJ) decidió **mantener su política ultra laxa** a pesar de la volatilidad ocasionada por la guerra. La tasa de interés de corto plazo negativa (-0,1%) y su programa de compra de bonos, que busca mantener los rendimientos a 10 años estables, continúan. La inflación anual de Japón no supera el 1%, aunque el valor del yen ha sufrido una depreciación respecto al dólar en las últimas semanas.

Emergentes

Los bancos centrales pertenecientes a países emergentes continúan siendo más proactivos que los de países desarrollados. Excluyendo a Rusia, Brasil fue quien se mostró más contractivo en su política monetaria, incrementando en 80 puntos básicos su tasa de interés real respecto a febrero.

Más allá de los cambios en las tasas de referencia, no se produjeron variaciones de relevancia en las tasas reales de los países emergentes, manteniéndose en su mayoría negativas.

Tasas reales de interés para mercados emergentes:

	Tasa Nominal	Inflación	Tasa Real
Argentina	44,50%	53,80%	-6,05%
Brasil	11,75%	10,50%	1,13%
México	6,50%	7,30%	-0,75%
Perú	4,00%	6,10%	-1,98%
Paraguay	6,25%	9,30%	-2,79%
Chile	5,50%	7,30%	-1,68%
Colombia	4,00%	8,00%	-3,70%
Uruguay	9,25%	8,85%	0,37%
China	3,70%	1,00%	2,67%
Corea del Sur	1,25%	3,70%	-2,36%
Rusia	20,00%	8,70%	10,40%
Turquía	14,00%	54,40%	-26,17%
Emiratos Arabes	1,50%	2,50%	-0,98%
Arabia Saudita	1,25%	1,60%	-0,34%
Sudáfrica	4,25%	5,70%	-1,37%

Fuente: Puente, Bloomberg.

Una tasa de interés real negativa sugiere que las inversiones en estos países a nivel general tendrán retornos reales bajos o incluso negativos. En este sentido, los inversores **preferirán** apostar a otros mercados, lo cual **reduce la demanda de moneda local y termina afectando su cotización relativa**.

Turquía continúa siendo el país con la **tasa real más baja**, que se profundizó a -26% desde el -23% de febrero.

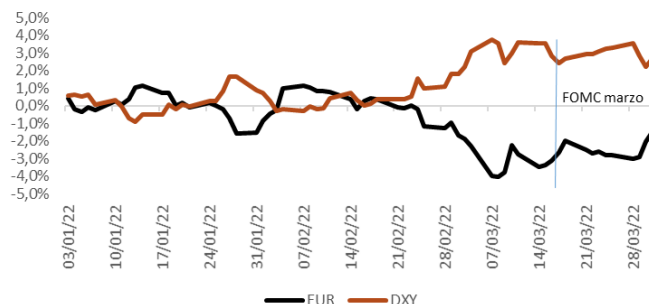
En contrapartida, **Rusia pasó a ser el país con mayor tasa real**. El incremento en la tasa nominal desde el 9,5% en febrero al 20% actual, responde a la necesidad de prevenir escaladas de precios ante las sanciones impuestas por los países europeos. El valor del rublo ha caído abruptamente, tocando un récord histórico de 154 rublos/USD.

Tipos de cambio contra USD:

El dólar se apreció 2,8% contra la canasta de monedas que componen el índice DXY en los primeros meses de 2022. Las reuniones de FOMC de la FED no causaron mayores fluctuaciones en la cotización luego de los anuncios, ya que los comentarios previos por parte de la entidad ayudaron a alinear las expectativas de mercado.

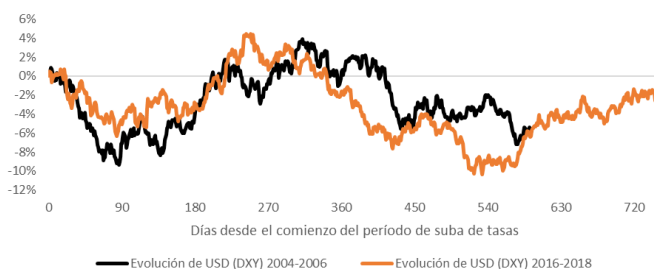
Por su parte, el euro perdió 1,4% de su valor dado el impacto que tuvo la guerra por sobre la economía regional y la inactividad en política monetaria presentada por el BCE. Las recientes conversaciones sobre un posible cese en las hostilidades favorecieron a la cotización en las últimas ruedas.

Evolución de USD (DXY) vs EUR (/USD)



Respecto a los aumentos de tasa de referencia por parte de la FED, podemos utilizar los últimos dos periodos de contracción como comparativos de lo que se avecina en cuanto a la cotización del dólar. Aunque las circunstancias macroeconómicas globales actuales difieren, podemos observar que **la volatilidad fue alta durante los periodos 2004-2006 y 2016-2018**. Es claro que el **efecto fortalecedor de la moneda que propone un aumento de tasa de referencia puede verse contrarrestado por varios otros factores** en la economía doméstica e internacional.

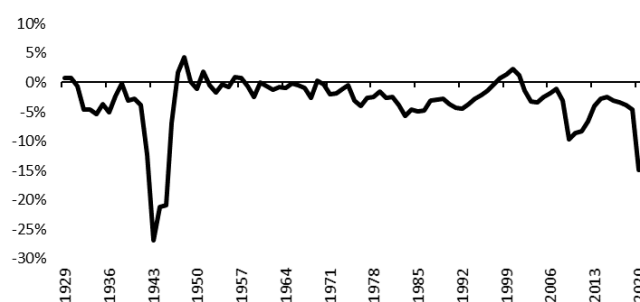
Evolución de USD (DXY)



Fuente: Puente, Bloomberg.

Otro factor importante a considerar es el déficit fiscal que tiene EE. UU. en relación con su PIB. Si observamos el gráfico inferior notamos una importante contracción en 2020 (-15%), con cierta mejoría en 2021 (-12%) dado el aumento del gasto y la contracción en la recaudación que provocó la pandemia.

Déficit/PIB de EEUU



Fuente: Puente, FRED.

Las múltiples formas que podría utilizar el gobierno americano para **acomodar sus cuentas fiscales podrían tener un efecto negativo por sobre la cotización del dólar en el corto y mediano plazo**. Los mercados, por su parte, podrían optar por **otras monedas como refugio, profundizando el efecto**.

Respecto a las demás monedas, **lucen favorables en el corto plazo aquellas de países exportadores netos de commodities**, en especial aquellos vendedores internacionales de energía. En este contexto, los movimientos de la balanza de pagos de estas economías en combinación con las políticas monetarias que tomen sus bancos centrales serán un factor a observar.

*Valores al cierre del 31 de marzo de 2022

Índices utilizados:
Global: Bloomberg Multiverse
Grado de Inversión: Bloomberg Barclays Global Credit Investment Grade
Grado de Inversión Soberanos: BofA Investment Grade World Sovereign Bond
Grado de Inversión Corporativos: Bloomberg Barclays Custom Investment Grade Corporate
Alta Rentabilidad: Bloomberg Barclays Global High Yield
EEUU: Bloomberg US aggregate
Soberanos: Bloomberg Global Aggregate Credit – Non-Corporate – Sovereign
Emergentes (EM) Soberanos: Bloomberg EM USD Sovereign + Quasi-Sov
EM Sob - LatAm: Bloomberg EM USD Sovereign: LatAm
EM Sob - Asia: Bloomberg EM USD Sovereign: Asia
EM Sob - EMEA: Bloomberg EM USD Sovereign: Asia
EM LatAm: Bloomberg Emerging Markets USD Aggregate – Latin America
EM Asia: Bloomberg Emerging Markets USD Aggregate – Asia
Corporativos: Bloomberg Global Credit - Corporate
Emergentes Corporativos: Bloomberg Emerging Markets USD Aggregate - Corporate

Nuestras oficinas

Argentina

0800 666 7836 / 0810 666 4717

info@puentenet.com

www.puertenet.com



Paraguay

(+595) 21 237 6991

info@puentenet.com.py

www.puertenet.com.py

Uruguay

0800 2800

contacto@puentenet.com.uy

www.puertenet.com.uy



Estados Unidos

(+1) 786 589 6071

contacto@puentenet-usa.com

El contenido de este documento es meramente informativo y no constituye oferta pública de valores extranjeros, ni está dirigido al público general. Verifica la disponibilidad de estos productos con su Asesor Financiero. Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. PUENTE no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Puente y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. PUENTE no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido. Bajo ninguna circunstancia podrá ser Puente considerado responsable por el resultado de las inversiones que un inversor efectúe basándose en la información o estimaciones aquí incluidas. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Puente. El no cumplimiento de estas restricciones puede quebrantar las leyes de la jurisdicción en la que dicha distribución o reproducción ocurriera.