

# Estrategia Internacional

Información al al 13/7/2023 11hs B.A. time.

## EXCELENTES DATOS DE “CPI CORE INFLATION”: SE ACELERA LA DESINVERSIÓN DE CURVA

**Germán Fermo**

Global Markets Strategy, Grupo IEB

- Un core CPI YoY en 4.80% vs 5.30% del mes anterior muestra una inflación núcleo que comienza a debilitarse.
- A un headline inflation bajando sistemáticamente se le suma ahora su componente core.
- El core CPI MoM fue de 0.20%, el menor incremento mensual desde agosto 2021.
- El core CPI MoM hace seis meses consecutivos venía marcando 0.40% mensual, bajando ahora a 0.20%.
- Los datos de PPI mueven en la misma dirección que el CPI, todo muy dovish.
- Comienza a bajar el componente “alquileres” del core inflation lo cual es dovish.
- Restan los salarios como último bastión de la resiliencia inflacionaria.
- El mercado de renta fija captura la benevolencia del core y comienza a desinvertirse, implicando menor probabilidad recesiva.
- La pendiente de la curva medida por el diferencial entre la 10yr y la 2yr se desinvirtió en más de 20 basis esta semana.
- A los datos de CPI y PPI se le suma ahora el inicio de la earnings season este 14/7/2023.
- Con una nueva earnings season, el “shock de AI” volverá a repricearse.
- Una “desinflación persistente” y una “recesión no inminente” no dan chances a los bears.
- El dato de CPI puso cierta presión vendedora en el dólar norteamericano.
- Atentos a la suba del petróleo rondando la zona de 75 dólares.
- Las tendencias de inicios de año se mantienen intactas: long techs vs short cíclicas, long USA vs short EM.

## Contexto

El dato de la semana ha sido la baja en el CPI core inflation, lo cual es dovish dólar y bullish equity. Hasta el momento, la razón por la cual los datos de inflación minorista (CPI) y mayorista (PPI) de Estados Unidos y Europa han venido bajando se corresponde al hecho de que desde hace más de un año se observa en el mercado una fortísima deflación de commodities, un gran contribuidor a la inflación headline. En lo que va del año se hace muy difícil encontrar un commodity que no exhiba retornos negativos en todo su espectro ya sea energéticos, metales básicos y alimentos. Desde los máximos acontecidos en febrero/marzo 2022 cuando se inicia el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, los commodities en general han exhibido una dinámica de precios que apunta considerablemente a la normalización post shock bélico. En este entorno se hace necesario enfatizar la diferencia existente entre “headline inflation” y “core inflation”.

La inflación tiene un sub-componente: el core, normalmente conocido como “inflación núcleo”, el cual exhibe su propia dinámica y suele ser atacado especialmente por la política monetaria de la Fed. De esta manera, si nos concentramos en tres grandes conceptos que contribuyen a la inflación: commodities (headline), renta de alquileres (core) y salarios (core), se observa que hasta el momento, “commodities” ha sido un gran contribuidor a la “desinflación headline” desde mediados del 2022. Sin embargo, los dos componentes más relevantes de la inflación núcleo, “renta de alquileres” y “salarios” hasta el momento han mostrado una extrema resiliencia, aspecto que podría haber comenzado a cambiar a partir de este mes y eso es una excelente noticia. El core CPI MoM hace seis meses consecutivos venía marcando 0.40% mensual, bajando ahora a 0.20%. Otro tema importante en este frente, es que precisamente la resiliencia del “core” es lo que sigue obligando a la Fed a persistir en su estancia relativamente hawkish.

Al mismo tiempo es relevante enfatizar que a su vez, “renta de alquileres” y “salarios” vienen exhibiendo tasas distintas de desinflación y ese probablemente será el patrón de los próximos meses. De acuerdo con los datos publicados el pasado miércoles, YoY la inflación de alquileres capturada por el CPI arrojó una tasa anual de 7.83% desde el 8.04% del mes anterior y la más baja desde diciembre 2022. Finalmente el componente “inflación de alquileres” comienza a bajar anticipando que probablemente en un futuro cercano las “rentas de alquileres” comenzarían a mostrar una desinflación relativamente agresiva y en este aspecto se hace clave remarcar que la construcción del CPI de Estados Unidos ofrece un dilema metodológico que se torna muy relevante en este punto tan especial de la dinámica inflacionaria. La inflación core resultante de alquileres se calcula en base a un portfolio de contratos con distintas fechas de expiración. Por lo tanto, contratos de alquileres relativamente antiguos todavía siguen impactando al CPI.

En la medida que siga transcurriendo el tiempo, los contratos más antiguos irán desapareciendo del índice al ir expirando y solamente quedarán los más recientes los cuales son los que efectivamente vienen midiendo el ritmo de la desinflación de alquileres, una desinflación que recién comenzaría a ser capturada por el CPI. Este dilema metodológico resulta especialmente relevante porque los alquileres en Estados Unidos vienen bajando muy significativamente desde el último año. Entre 2021 y 2022, la inflación de alquileres llegó a estar en un máximo 15% anual cuando hoy en día dicha cifra es de 0%. De esta manera, esta realidad de comportamiento de los alquileres en el spot todavía no está ni cerca de haber sido capturada por el core CPI de Estados Unidos. Mientras los alquileres spot marcan “0%” de inflación, la versión CPI de alquileres marca “7.83%” y esa es la gran noticia que incipientemente se comienza a observar a partir de los datos que se publicaron el pasado miércoles. De esta forma, el mercado se prepara para disfrutar de

un core inflation que comienza a bajar en el rubro medido por alquileres pero que a la vez, sigue mostrando resiliencia en el último bastión de la inflación core que tarde o temprano deberá también claudicar y el mismo se refiere a salarios. Gran parte del trabajo está hecho, aunque todavía falta un largo año y medio de desinflación consistente.

A menos que observemos una contundente sorpresa en el sentido opuesto, parecería que el mercado comienza a definir como escenario base uno en donde se consolida y se generaliza el proceso de desinflación sin recesión. Al mismo tiempo, la no evidencia de una recesión inminente comienza a definir otro repricing muy relevante en la curva de bonos. Desde hace días se comienza a notar que la pendiente entre la 10yr y la 2yr yield está aumentando lo cual significa que el mercado por primera vez en más de un año comienza a disminuir la probabilidad de recesión priceada en la curva de bonos. Esta desinversión de curva probablemente se correlaciona a varios eventos que vienen ocurriendo en simultáneo. Primero y lo más importante, un proceso de desinflación que parece ser sólido y sistemático. Segundo, una economía real que no muestra signos relevantes de recesión. Tercero, un Fed que a pesar de sus amenazas está en retirada y muy cerca de concluir con su ciclo de tightening. Esta tríada de conceptos aleja a la recesión como escenario potencial y activa la desinversión de curva como reacción tardía pero finalmente ocurrente. Si el mercado efectivamente se convence de la resiliencia en la economía norteamericana, la pendiente de la curva de yields deberá desinvertirse aún más y si eso ocurre finalmente, el mercado de bonos y equity estarían tradeando el mismo escenario: “desinflación con soft landing”.

## MERCADOS

### Tasas de interés

Al 6/7/23 la 2yr yield cotizaba en 4.87%, cerrando esta semana en 4.65%. Respecto a la 30yr yield, al 6/7/23 la misma cotizaba en 3.88%, cerrando la semana en niveles de 3.94%. Fuerte colapso en tasas cortas ante el dato de CPI. Desde máximos de la semana anterior, la 2yr yield desciende 40 basis. El evento más llamativo es el referido a la desinversión de curva que se viene observando en estos últimos días en el especial entre la 10yr yield y la 2yr yield. Normalmente una desinversión de curva se asocia a una menor probabilidad de recesión. Hasta el momento existe una fuerte disociación entre un mercado de equity que no pricea recesión y uno de renta fija que viene invirtiendo curva desde hace un largo año. Es razonable esperar que en tanto y en cuanto se siga observando desinflación con soft landing, el mercado de bonos comience a operar con mayor correlación al de equity. La desinversión de curva es otra forma de comenzar a solidificar un bull market del S&P que comenzó semanas atrás y que empieza a pricear una menor probabilidad de recesión.

### Monedas

Al 6/7/23 el euro cotizaba en 1.0869, cerrando esta semana en 1.1180. El dato dovish de CPI volvió a poner presión vendedora en el dólar norteamericano pero no creemos que sea un cambio relevante de tendencia dado que la Zona Euro debería desacelerarse más rápidamente que Estados Unidos y eso tarde o temprano afectará al tipo de cambio. Recordemos que los posicionamientos en monedas no dependen del nivel absoluto de tasas de un país determinado sino de los diferenciales relativos de tasas de interés. Y en este frente, las tasas cortas reales y nominales vinieron subiendo a ambos lados del Atlántico en reacción a una economía europea y norteamericana en

franca desinflación sin señales contundentes de desaceleración económica. No pareciera que esa realidad de “diferenciales de tasas de interés” entre Estados Unidos y Zona Euro relativamente estables fuese a cambiar en el futuro cercano aspecto que condena a las monedas del G10 a un rango razonablemente estrecho de trading y a monedas de emergentes con sesgo negativo. De hecho, es una tendencia generalizada que venimos observando desde hace semanas.

## Commodities

Al 6/7/23 el petróleo cotizaba en 69.51, cerrando esta semana en 75.57. Durante la semana el petróleo estuvo luchando con lo que se ha convertido en una fuerte resistencia de los últimos meses: la zona de 73 y pudo quebrarla operando cómodamente sobre 75. Por el momento, nada parecería indicar que pudiera quebrarla consistentemente por lo que la imagen de todo un espectro de commodities que involucra a energéticos, metales básicos, preciosos y alimentos, todos con sesgo negativo sigue intacta y por lo tanto, contribuyendo a la persistente desinflación headline. De todas formas, un petróleo que pudo operar por sobre 75, evento que no ocurre desde inicios de mayo, es un escenario para monitorear en los próximos días dada la fortísima influencia que el petróleo tiene sobre la inflación headline.

## Acciones Norteamericanas

Al 6/7/23 el QQQ operaba en 364.55, cerrando la semana en niveles de 375.60. Los buenos datos de core CPI dan otra razón más a los bulls especialmente, en equity tecnológico. Comienza un nuevo trimestre donde en breve el mercado tendrá renovada información respecto a la earnings season que comienza con el reporte de bancos este viernes 14 de julio. Hasta el momento, el mercado pricea un escenario de “desinflación con soft landing” aspecto que ha sido especialmente celebrado por acciones tecnológicas. Si el escenario de desinflación sin recesión se sigue solidificando es razonable imaginar la intensificación de una desinversión de curva en el mercado de renta fija que se siga complementando con un rally en el mercado de acciones norteamericanas en especial, equity tecnológico. El Nasdaq y el S&P ambos, están en bull market y los bulls siguen en absoluto control.

## INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre Prourban (1414) C.A.B.A.  
Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

### DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.