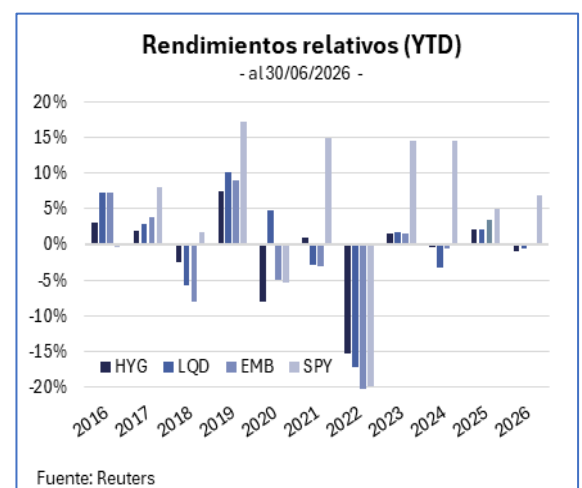


3 de julio de 2026, Vol 6, #2

Interpretando las señales de la nueva Reserva Federal

- La última tregua firmada en Medio Oriente sigue mostrando cierto grado de fragilidad, aunque el mercado energético ya opera con precios muy próximos a los niveles previos al conflicto.** Los avances diplomáticos han permitido una recuperación muy parcial del flujo petrolero. Al mismo tiempo, la guerra dañó infraestructura crítica y llevó los inventarios globales a mínimos históricos. Sin embargo, las reiteradas señales de la administración estadounidense en favor de una solución rápida parecen funcionar como una garantía para anticipar una pronta normalización energética.
- La baja en los precios de la energía y la confirmación de un nuevo liderazgo antiinflacionario en la Reserva Federal estadounidense (FED), fueron suficientes para mejorar la perspectiva de corto plazo.** En su última decisión, el Comité de Política Monetaria (FOMC) adoptó un sesgo alcista para las tasas de interés, mientras que el nuevo presidente de la FED, Kevin Warsh, enfatizó su compromiso ineludible contra la inflación, dejando implícitamente en segundo plano la flexibilidad que ofrece el doble mandato de la institución. Como respuesta, se ajustaron de forma significativa las proyecciones de tasas hacia arriba, se redujo las expectativas inflacionarias, se fortaleció el dólar y se debilitaron los metales preciosos.
- Un renovado compromiso antiinflacionario y buenos indicadores económicos reavivaron el interés por los activos de riesgo en dólares.** En un mes en el que las acciones estadounidenses caían 1,5%, este nuevo escenario aportó un impulso adicional, aun frente a valuaciones exigentes y preocupaciones sobre la enorme necesidad financiera de la inversión en IA. Los bonos también reaccionaron favorablemente, apoyados por una prima de riesgo accionaria cada vez más negativa. Si bien las dudas siguen siendo diversas, la postura de corto plazo parece inclinarse hacia un entorno de *risk-on*.
- Argentina: mejoras en el margen.** La contención macroeconómica y la caída del precio del petróleo permitieron retomar el sendero descendente de la inflación. A su vez, un balance externo crecientemente favorable permitió mayores compras de reservas por parte del BCRA. Las agencias calificadoras también reconocieron los avances alcanzados. La actividad económica, sin embargo, todavía no tracciona, en parte por la falta de inversión, más vinculada con los interrogantes que deja el pasado que las expectativas hacia adelante. En la coyuntura actual, avanzar en el cierre del financiamiento del próximo año podría ayudar a consolidar el sendero vigente, reducir la incertidumbre y mejorar aún más el contexto económico y social.



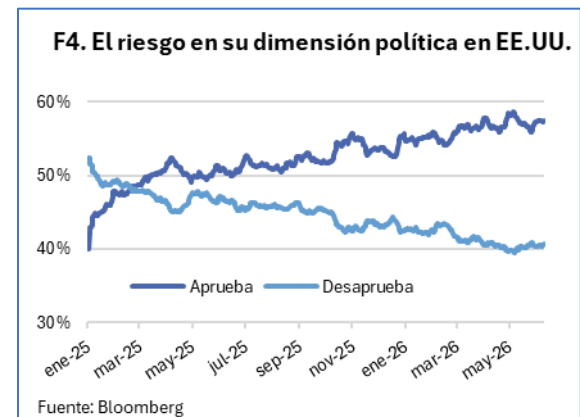
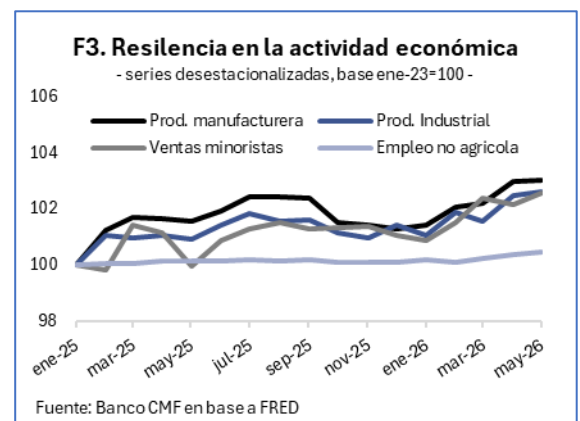
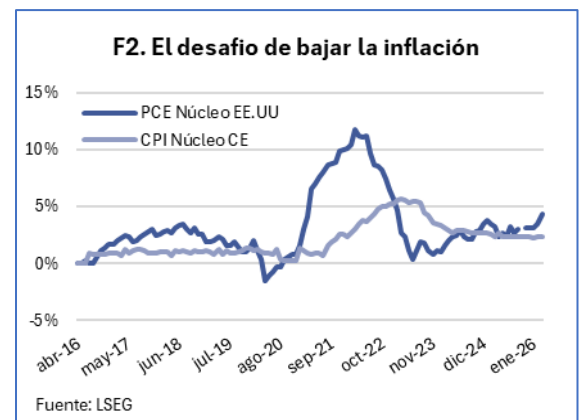
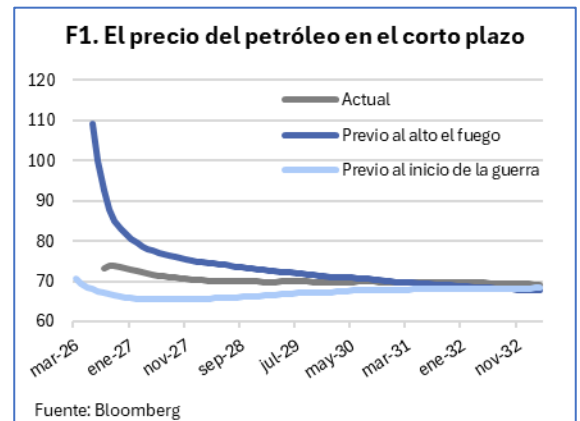
I. El probable escenario económico de posguerra

En nuestra última edición señalamos la fragilidad inherente a la tregua anunciada a comienzos de abril y, efectivamente, tomó más de dos meses avanzar hacia un alto el fuego formal entre EE.UU. e Irán. Las negociaciones continúan y no existe certeza de que una paz definitiva pueda alcanzarse rápidamente. Sin embargo, las reiteradas señales del presidente Trump en favor de una veloz normalización del mercado energético parecen constituir, al menos para los operadores financieros, una garantía suficiente de un acuerdo duradero. En respuesta, el precio del petróleo está convergiendo con rapidez hacia los niveles previos al conflicto (**Figura 1**), casi ignorando que el estrecho de Hormuz permanece todavía relativamente cerrado, que la infraestructura energética regional sufrió daños significativos y que los inventarios de crudo se encuentran en mínimos históricos.

La marcada baja en el precio de la energía representa un alivio importante para la perspectiva inflacionaria global, y en particular para EE.UU., donde los últimos registros disponibles de inflación general (*CPI*) superaron el 4% anual, mientras que la inflación núcleo alcanzó 2,9% (**Figura 2**). En rigor, el indicador de referencia utilizado por la *FED*, el índice de gasto de consumo personal (*PCE*), llegó a 4,1% en mayo, o 3,4% al excluir los componentes más volátiles; todavía muy por encima del compromiso implícito de la autoridad monetaria con una inflación anual de 2%. En paralelo, la última medición de expectativas de inflación a un año elaborada por la *FED* de Nueva York se ubicó en 3,46% en mayo.

La situación inflacionaria en EE.UU. resulta particularmente preocupante porque los principales indicadores económicos continúan sorprendiendo al alza. Actualmente, la economía opera en pleno empleo, la producción industrial y manufacturera avanza con vigor y las ventas minoristas se mantienen en niveles elevados (**Figura 3**). En promedio, las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo se ubican cerca de 2,1%, muy próximas a la tendencia estimada de 2,4% anual, dejando completamente en el olvido las preocupaciones asociadas al reciente shock petrolero.

A pesar de los buenos datos económicos, el termómetro social no parece beneficiar al gobierno republicano. Las últimas encuestas elaboradas por *Real Clear Politics*, publicadas diariamente por Bloomberg, muestran un deterioro persistente de la percepción pública. En ellas, la aprobación de la administración Trump se ubica en 40,5%, mientras que la desaprobación asciende a 57,4%, con una tendencia que luce firme y progresivamente crítica (**Figura 4**). Con elecciones de medio término previstas para el 3 de noviembre del presente año, el contexto político representa un riesgo relevante para la gobernabilidad. La oposición acusa a Trump de elevados niveles de corrupción y, con mayor apoyo popular, podría impulsar un juicio político contra el presidente. Difícilmente consiga los votos necesarios en el Senado para una destitución, pero un proceso de esa naturaleza dañaría notablemente la capacidad ejecutiva de Trump y podría paralizar al gobierno durante sus últimos dos años.



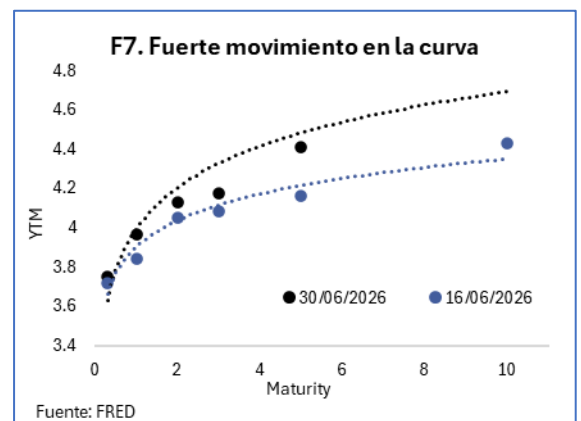
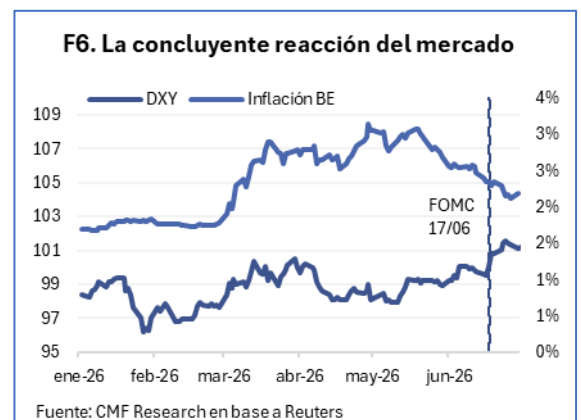
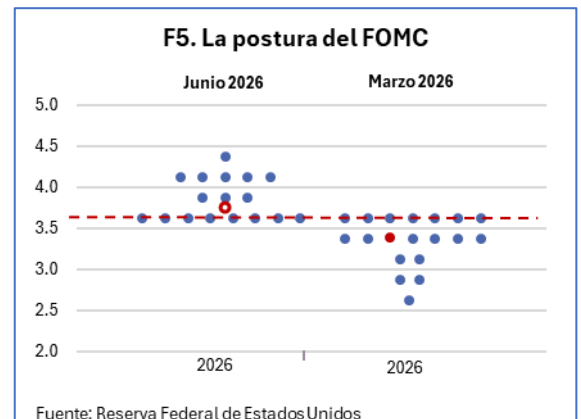
II. La sorpresa conservadora de la nueva Reserva Federal

Con un trasfondo de inflación elevada, buenos datos económicos y una posible baja rápida en el costo de la energía, el *FOMC* sorprendió en su reunión de junio con una clara proclama antiinflacionaria. En primer lugar, los gobernadores abandonaron la neutralidad exhibida en marzo y explicitaron un sesgo marcadamente restrictivo respecto del nivel deseado de tasas (**Figura 5**). Es probable que esa postura haya respondido al riesgo potencial de ver socavada su independencia por los compromisos políticos del nuevo presidente, Kevin Warsh, quien decidió no hacer público su voto. En segundo término, el comunicado de la reunión, claramente autorizado por Warsh, se concentró casi exclusivamente en su responsabilidad antiinflacionaria, dejando de lado la dualidad del mandato de la *FED*, que también incorpora al pleno empleo como objetivo dual.

La sorpresa provocada por esta decisión fue considerable, al igual que su impacto sobre el dólar, las tasas cortas, las expectativas de inflación y los metales preciosos. En particular, el dólar se apreció casi 1% en el día, con avances adicionales en las jornadas siguientes, mientras que la inflación implícita en los bonos a dos años cayó cerca de 10 pbs, y 23 pbs acumulados en los días posteriores (**Figura 6**). Del mismo modo, la curva de rendimientos estadounidense ajustó al alza, interpretando la última decisión de la *FED* como una señal de credenciales monetarias netamente restrictivas (**Figura 7**). Según un indicador de sorpresa e impacto calculado por la *FED* de San Francisco, la reunión del 17 de junio fue la más destacable de las últimas 57 reuniones de política monetaria.

¿Será Kevin Warsh realmente un halcón disfrazado de paloma? ¿La nominación del presidente Trump fue genuinamente desinteresada y orientada a respaldar una *FED* independiente? El tiempo lo dirá, pero esa parece ser, al menos por ahora, la interpretación revelada. En rigor, podría señalarse que la elección de Warsh en enero fue una decisión acertada del presidente Trump, especialmente dentro de la terna de candidatos que se mencionaba entonces, con alternativas más obsecuentes políticamente y bastante menos profesionales. En los últimos días se conocieron opiniones de varios participantes del mercado que refuerzan esa caracterización del nuevo presidente de la *FED*. Independientemente si existiera un mayor compromiso político, por el momento ha logrado ocultarlo, y es probable que esa percepción prevalezca hasta que surja nueva evidencia, a favor o en contra.

Por lo pronto, el anclaje de las expectativas inflacionarias fue inmediato y sólido, y el dólar recuperó buena parte del prestigio perdido (**Figura 8**). A juzgar por el comportamiento del oro, la plata y el bitcoin —alternativas naturales en un proceso de deterioro de la confianza en la moneda estadounidense—, la garantía que parece ofrecer Warsh en favor de una autoridad monetaria independiente, junto con el aumento marginal de los rendimientos relativos en dólares, tuvo un efecto claramente disciplinador. De todos modos, no debería descartarse la posibilidad de que la nueva *FED* termine ofreciendo, eventualmente, señales de mayor “flexibilidad”.



III. ¿Una renovada preferencia por el dólar?

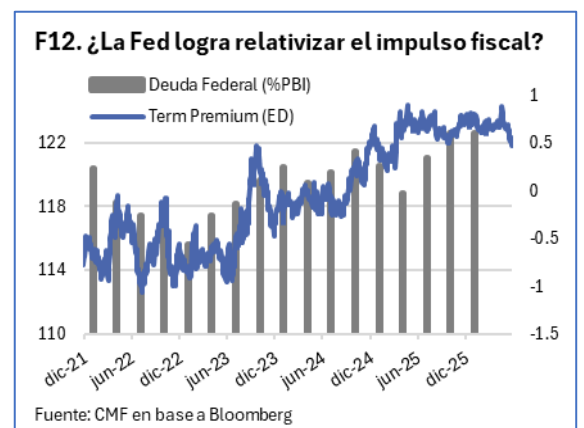
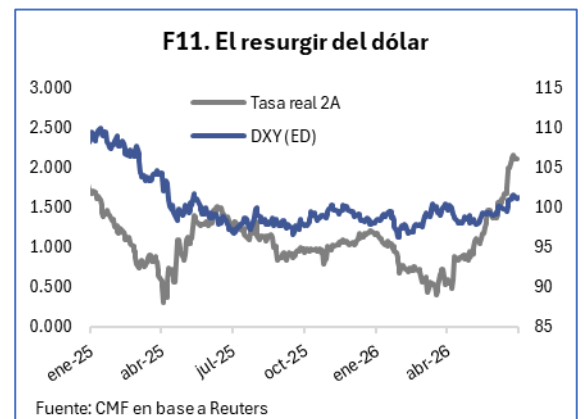
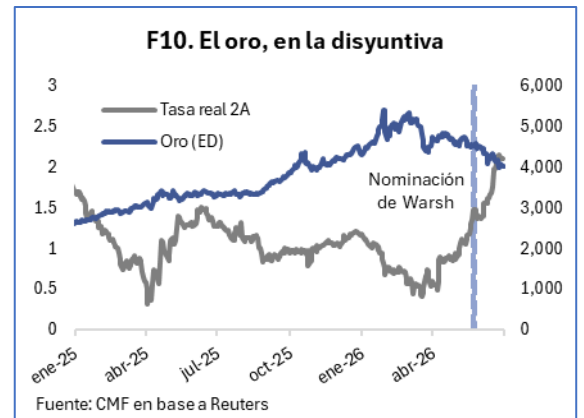
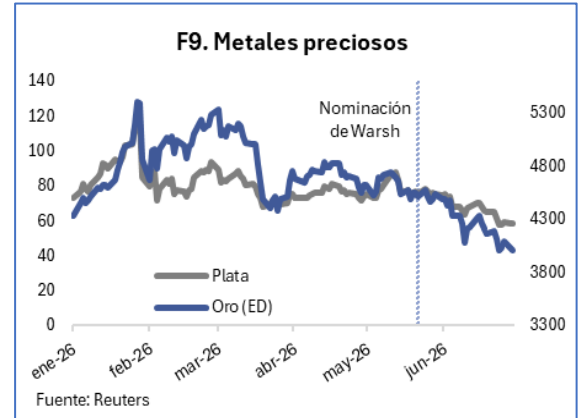
Los metales preciosos y el bitcoin no han dejado de caer desde fines de enero, coincidiendo con la nominación de Kevin Warsh como nuevo presidente de la *FED* (**Figura 9**). La última semana se podría interpretar simplemente como la continuidad de ese proceso iniciado hace ya cinco meses.

Naturalmente, la suba más reciente de las tasas pudo haber contribuido a esa dinámica, al elevar el costo de oportunidad de estos activos (**Figuras 10 y 11**). Sin embargo, no deja de sorprender que un aumento marginal de dicho costo, o la mejora —todavía a prueba— en la percepción sobre el nuevo presidente de la *FED*, puedan ejercer tanta influencia. Al punto de que el mercado parece olvidar, al menos por ahora, las razones fundamentales detrás del deterioro del dólar como moneda de reserva: un déficit fiscal creciente, con una dinámica de deuda pública más que preocupante, que ni siquiera ocupa un lugar relevante en la agenda pública actual. Por si quedaran dudas, la **Figura 12** muestra que la trayectoria vigente de endeudamiento americano luce insostenible y que algunas medidas de riesgo, como el premio por plazo (*term premium*), así parecen reflejarlo.

A nuestro entender, el renovado interés por el dólar como moneda de reserva confirma, simplemente, que todavía no existe una alternativa viable. Por eso, una mejora en los rendimientos relativos, o cierta señal de mayor responsabilidad antiinflacionaria, resultan suficientes para producir un cambio cualitativo en la percepción del mercado. El comportamiento de los metales preciosos durante los últimos 70 años respalda esta tesis. En la segunda mitad del siglo pasado, tanto el oro como la plata se apreciaban apenas al ritmo de la inflación estadounidense, muy por debajo de la inflación mundial y aún más lejos del crecimiento económico global. Durante ese período, las tasas reales fueron fuertemente positivas y actuaron como un factor disuasivo crítico contra estos activos.

Esa estrecha relación entre tasas reales y metales preciosos continuó durante este siglo, aunque con una diferencia relevante: las tasas reales fueron reduciéndose, mientras la valuación de los metales preciosos se aceleraba. El proceso alcanzó un primer máximo luego de la crisis financiera global, entre 2010 y 2011, cuando las tasas reales se volvieron negativas y los bancos centrales comenzaron a acumular oro como activo de reserva. En ese contexto, la cuestión fiscal estadounidense también empezó a jugar un rol, aunque todavía secundario, gracias al paliativo de un costo de financiamiento extraordinariamente bajo.

La mejora relativa de los metales preciosos tuvo un nuevo impulso hacia fines de 2024, después de la última elección estadounidense. A nuestro entender, las amenazas de Trump a la independencia de la *FED*, junto con su preferencia por un dólar débil y el consecuente relajamiento fiscal, volvieron a potenciar el atractivo de estos activos. Sin embargo, los últimos días mostraron que, con algunos cambios en términos de retornos relativos y compromisos institucionales, no todo está perdido para el dólar.



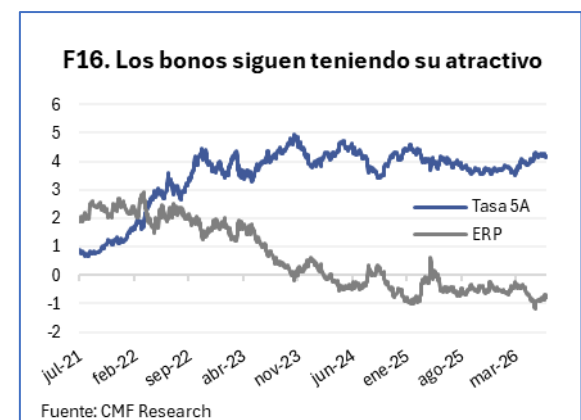
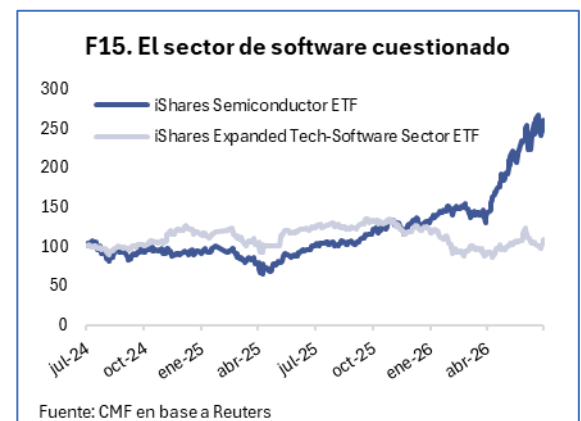
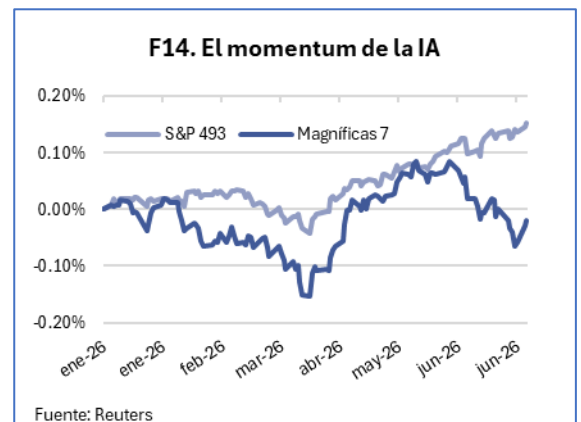
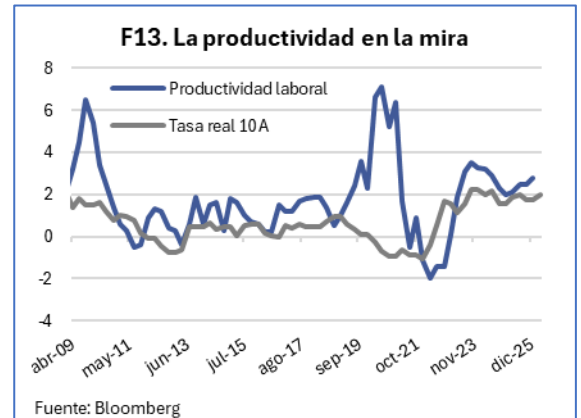
IV. Perspectiva de mercado asumiendo una paz duradera

El renovado prestigio del dólar, combinado con buenos indicadores de actividad en EE.UU., configura un contexto favorable para los activos de riesgo denominados en esa moneda. En la coyuntura actual, la amenaza de tasas más altas parece pesar menos para los inversores que la expectativa de una economía que mantiene un ritmo sólido de expansión. Así lo sugiere el comportamiento reciente de las acciones estadounidenses, que mejoraron su desempeño luego de un junio iniciado con fuertes dudas y una caída superior a 1,5% en las primeras semanas, revirtiendo parcialmente la dinámica del mercado tras la última decisión de la FED.

Si al impulso del dólar se suma una mirada optimista sobre las valuaciones, apoyada en el fuerte crecimiento de la productividad durante los últimos dos años (**Figura 13**) y en la tendencia sostenida de las ganancias corporativas —con *Micron* como ejemplo reciente—, es posible construir un relato muy favorable para las acciones estadounidenses. La perspectiva de que las nuevas tecnologías continúen expandiendo la frontera productiva, como sugiere la valoración inicial de *SpaceX*, tratándose de una compañía que aún no genera beneficios, también aporta respaldo a esa visión constructiva.

De manera alternativa, persisten factores de preocupación respecto del rendimiento futuro de los índices accionarios agregados. Así lo refleja la reciente pérdida de atractivo de las grandes ganadoras del pasado, explicada en parte por el uso pleno de los excedentes de caja generados previamente y por las crecientes necesidades de inversión en IA (**Figura 14**). A ello se suma la situación inquietante del sector de *software*, amenazado por la expansión de la IA y también expuesto a requerimientos significativos de financiamiento (**Figura 15**), junto con la fuerte concentración en los últimos ganadores del segmento de semiconductores. Tampoco deberían pasarse por alto las dudas remanentes sobre el crédito privado, las valuaciones elevadas —con la relación precio/ganancia nuevamente cerca de sus máximos—, ni la constante reducción del premio implícito por invertir en acciones (*equity risk premium* o *ERP*).

En rigor, los niveles mínimos del *ERP* —o el exceso de retorno esperado negativo que hoy ofrecen las acciones frente a los bonos— constituyen una de las razones por las cuales la renta fija también presenta un buen pronóstico de corto plazo (**Figura 16**). Lo mismo ocurre con las elevadas tasas de interés de previos a escenarios de mayor restricción monetaria esperada, como el actual. Los riesgos asociados a una debilidad política creciente largo plazo, que parecen sobredimensionar tanto la fortaleza de la economía como el riesgo inflacionario futuro. En línea con esta visión positiva sobre los bonos, durante la última semana se observaron flujos crecientes hacia la renta fija, en marcado contraste con episodios del presidente Trump de cara a las elecciones de medio término también parecen favorecer más a los bonos que a las acciones, estas últimas más sensibles a la agenda económica del gobierno Trumpista.



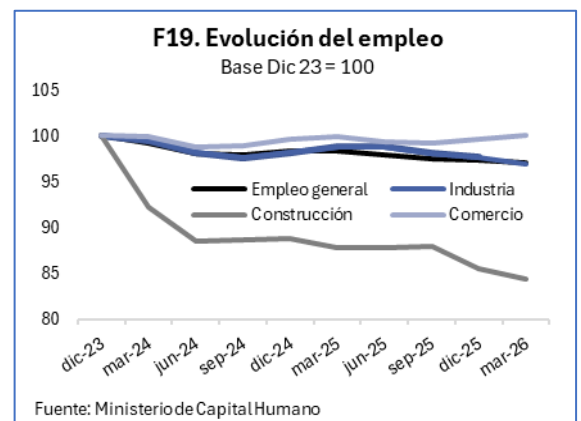
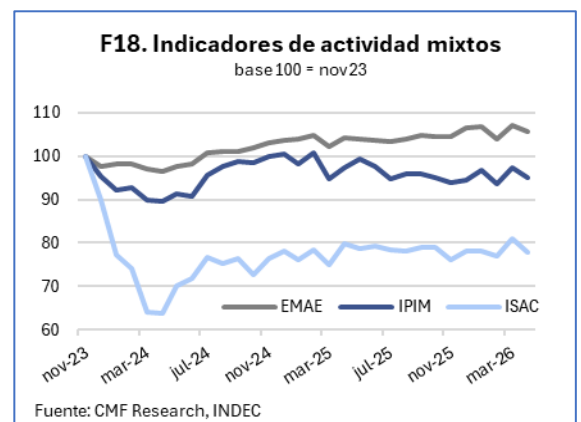
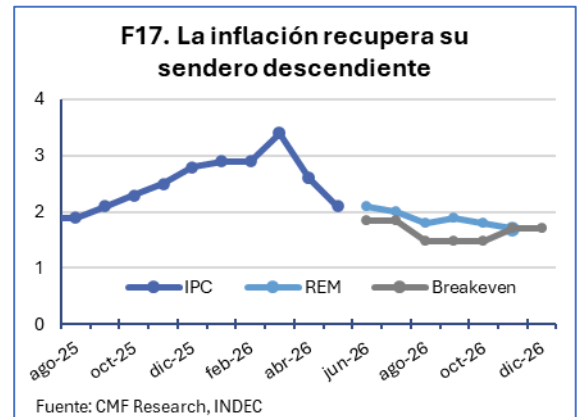
V. Argentina: mejorando en el margen, pero mirando el 2027

La contención macroeconómica y la renovada estabilidad del mercado energético permitieron retomar el sendero descendente de la inflación y consolidar expectativas a la baja para los próximos meses (**Figura 17**). Los sondeos preliminares de junio anticipan una nueva desaceleración, con una variación mensual inferior al 2%. De sostenerse la estabilidad del precio del petróleo, no sería sorprendente observar una consolidación del rango 1%-2% hasta fin de año. Según la encuesta de expectativas de mercado publicada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), la inflación proyectada asciende a 30,5% para diciembre de este año y a 19,9% para 2027.

El mejor escenario inflacionario también refleja un nivel de actividad que todavía luce decepcionante, con los clásicos sectores ganadores asociados a la exportación de recursos naturales en fuerte contraste con los generadores de empleo, como la industria y la construcción (**Figura 18**). El buen desempeño de las exportaciones netas, junto con la reciente caída del riesgo país, bien podría fomentar una mejora productiva en el horizonte. Lamentablemente, la inversión sigue siendo la gran ausente. Los malos registros de los últimos trimestres —con una caída promedio de 7,1% en los dos períodos más recientes— pueden estar parcialmente asociados a la mayor incertidumbre y a la restricción monetaria del período electoral del año pasado. Pero también reflejan el lastre heredado y la falta de una confianza firme en la continuidad política del proceso de saneamiento macroeconómico. De confirmarse esa continuidad, las políticas actuales deberían atraer un crecimiento resonante de los sectores beneficiados y, además, facilitar el financiamiento de una renovación de la infraestructura nacional, generando nuevos puestos de trabajo e ingresos adicionales, alimentando el crecimiento del sector servicios y absorbiendo el empleo desplazado por los sectores protegidos del pasado.

Mientras tanto, la demanda por consumo viene mostrando un crecimiento razonable, con un avance de 2,7% durante el primer semestre de 2026, luego de expandirse 8,6% en todo 2025. Lamentablemente, todavía no se observa un incremento importante del empleo agregado (**Figura 19**), y los indicadores de ingresos prácticamente se han estancado desde mediados del año pasado (**Figura 20**). Abril y mayo registraron una mejora de los salarios reales, pero la necesidad de consolidar la estabilidad financiera limita avances significativos en ese frente, al menos mientras no medie un repunte relevante del gasto de inversión.

De todos modos, aunque la estabilización todavía no genere beneficios notorios en términos de empleo e ingresos, la alternativa ciertamente no es volver a políticas expansivas sin financiamiento. Por lo pronto, aun sin grandes novedades más allá de la baja inflacionaria, los indicadores recientes de confianza del consumidor y de confianza en el gobierno publicados por la Universidad Di Tella reportaron una mejora relevante en junio, con aumentos de 6,4% y 3,9%, respectivamente, luego de varios meses de variaciones negativas.



El sector externo sigue simbolizando uno de los mejores logros recientes, con un superávit comercial en aumento, que ha permitido abastecer la todavía elevada demanda privada de dólares, superior a USD 2.000 millones mensuales en lo que va del año (**Figura 21**), así como el pago de USD2.500 millones de dividendos corporativos. Esa mejora comercial, junto con las emisiones privadas en dólares y la canalización de las compras de individuos hacia el sistema bancario, le habilitó al BCRA para adquirir algo más de USD 11.000 millones en el año, manteniendo estabilidad cambiaria.

La estabilidad alcanzada en el mercado cambiario es destacable (**Figura 22**). Una política monetaria enfocada en eliminar excedentes de liquidez ha contribuido de manera decisiva a sostener la calma reciente. Inicialmente, esa estrategia generó una elevada volatilidad en las tasas de interés, cuyos efectos todavía pesan sobre los deudores, a juzgar por los niveles de mora. Afortunadamente, los distintos tipos de interés se han estabilizado en los últimos meses y en niveles reales reducidos, aunque el crédito en pesos continúa estancado (**Figura 23**).

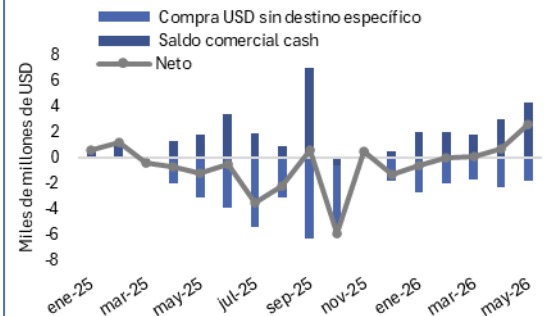
La caída de la demanda por pesos sigue siendo otro escollo derivado de un largo pasado de inestabilidad. En lo que va del año, la demanda de base monetaria cayó más de 10% en términos reales. Actualmente, el nivel de monetización es inferior al de mediados de 2023, cuando la inflación mensual más que duplicaba la actual y sus perspectivas lucían mucho más frágiles. El crecimiento del crédito este año ha sido fondeado casi exclusivamente en dólares. El mayor financiamiento externo, junto con el aumento de los depósitos en esa moneda dentro del sistema bancario —imagen espejo del atesoramiento que continuó sin interrupciones, aunque con señales crecientes de confianza en la banca local—, explicó esa oferta. En junio, los préstamos al sector privado en dólares superaron en 27% el total de préstamos en pesos. Incentivar una mayor bancarización de los ahorros en dólares que permanecen fuera del sistema es una apuesta de las autoridades.

Mientras tanto, la sólida recomposición de las reservas del BCRA, en combinación con nuevos compromisos de organismos internacionales para actuar como garantes, y la reciente renovación de los repos del BCRA, permitió completar el financiamiento del año corriente y aliviar también el desafío financiero del próximo (**Figura 24**). Asimismo, la baja del riesgo país vuelve a abrir la puerta de los mercados internacionales. Tarde o temprano será necesario testear el apetito externo y sumar nuevas fuentes de financiamiento al programa económico. Con algo de suerte, el contexto global se estabilizará y los inversores volverán a inclinarse por la deuda emergente, donde Argentina parece contar con un margen importante para ganar terreno. Cuanto más rápido se avance en el programa financiero, más probable resultará la continuidad de las políticas públicas, y mayor será la oportunidad del país para robustecer el sendero de estabilización.

GCañonero

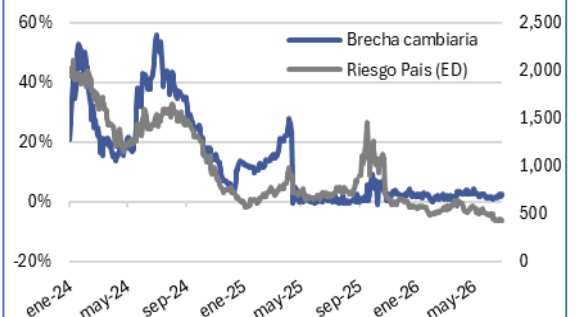
Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/u omisión del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

F21. Balanza comercial vs. compra de USD



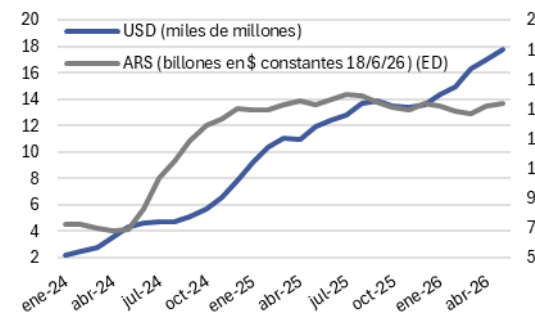
Fuente: CMF Research en base a 1816, BCRA

F22. Prima de riesgo y brecha



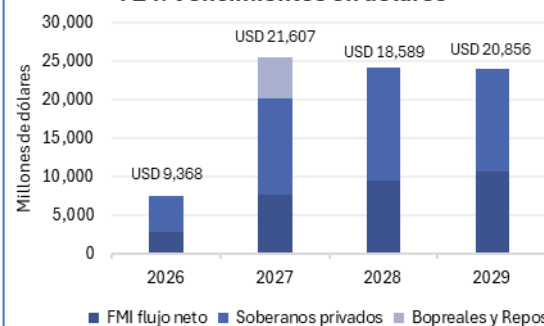
Fuente: CMF Research

F23. Financiamiento bancario corporativo



Fuente: CMF Research, INDEC

F24. Vencimientos en dólares



Fuente: CMF Research en base a BCRA y MECON