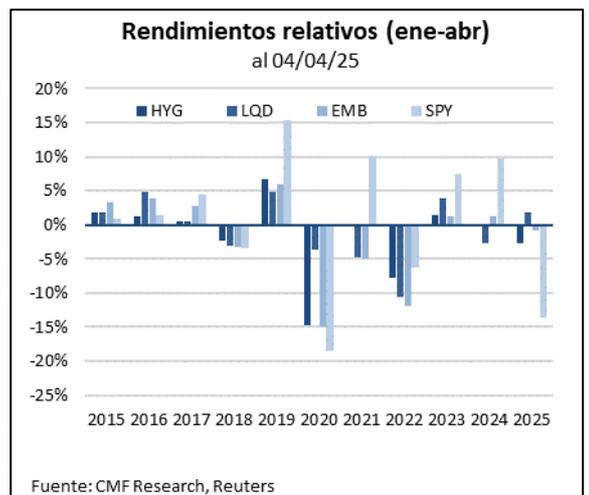
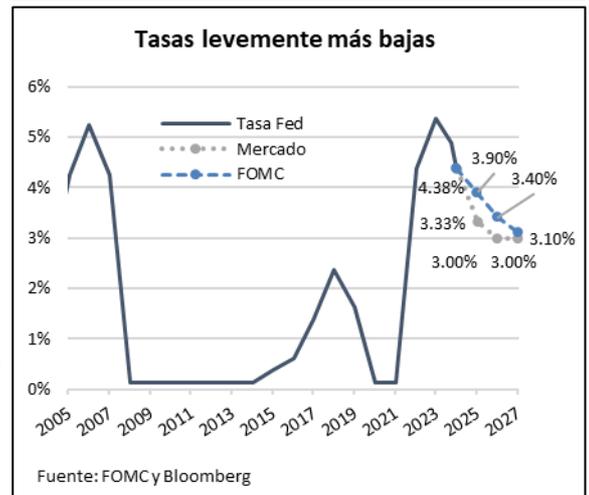
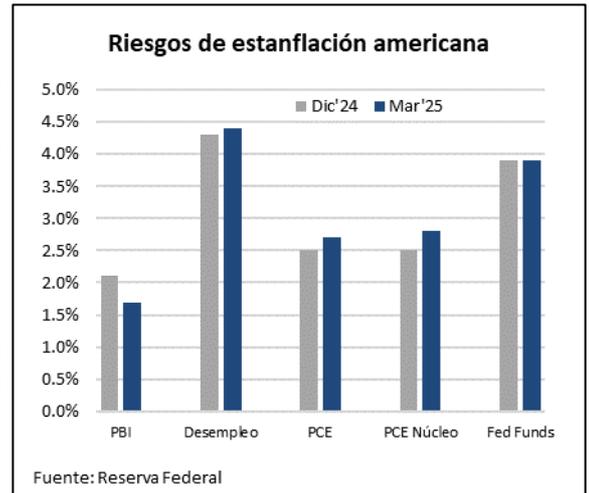


14 de abril de 2025, Vol 5, #1

## Desconcertante política tarifaria aporta simplemente volatilidad

- Los anuncios tarifarios de Trump amenazan una economía en pleno empleo.** En su comunicado de mediados de marzo, la Reserva Federal de los EE. UU. (*FED*) anticipaba cierta desaceleración económica con alguna nueva presión inflacionaria, y sugería que no habría que esperar grandes cambios de política monetaria durante el resto del año. Esa realidad cambió por completo con los últimos anuncios tarifarios del presidente Trump, afectando negativamente los mercados y la percepción del consumidor.
- El mercado financiero espera mayor moderación en la política comercial y/o una *FED* dispuesta a intervenir rápidamente en el mercado de tasas o bonos.** La posterior pausa en la aplicación del ajuste tarifario inicial ayudó a mitigar la tensión inicial, pero la incertidumbre remanente y la abierta guerra comercial con China seguirá afectando a los mercados de activos. Particular atención requiere el mercado de bonos del Tesoro americano a largo plazo, donde China es un inversor relevante, en parte explicando la suba de 50pbs en su rendimiento en apenas unos pocos días. Mientras tanto, los analistas esperan que la tasa de política de la *FED* baje más de 100pbs este año, y existe el riesgo de una desilusión en el corto plazo.
- Una potencial guerra comercial amenaza la salud de la economía mundial, pero también las referencias fundamentales de los mercados financieros.** La suba de la tasa larga del Tesoro americano, en un contexto de probabilidad creciente de recesión, exagera su impacto en la economía real. La recesión económica reduce los rendimientos empresariales, y la mayor tasa de descuento temporal magnifica el efecto sobre esos retornos esperados. Que gran parte del universo accionario de EE. UU. tenga una significativa participación de su producción en fábricas en el exterior, principalmente en el sector tecnológico, también manifiesta el desafío de la agenda externa del presidente Trump. El actual entorno económico y geopolítico sólo deja espacio para la extrema cautela, al menos hasta tener mayor claridad sobre la estrategia política final.
- Argentina: desarmando el “CEPO” con el apoyo del FMI.** El nuevo programa con el FMI permite la gradual eliminación de los controles cambiarios y la búsqueda de un tipo de cambio determinado por el mercado. Una movida audaz en un año electoral, pero oportuna para mejorar la perspectiva financiera y terminar de convencer al mundo que la administración actual tiene un plan consistente de saneamiento estructural. La fortuna argentina sigue pendiente de la apertura de los mercados internacionales, todavía condicionada por nuestra propia historia. Pero el intento actual representa una gran oportunidad para romper la condena de fracasos pasados.



## I. Un rápido tránsito de aterrizaje suave a recesión con inflación

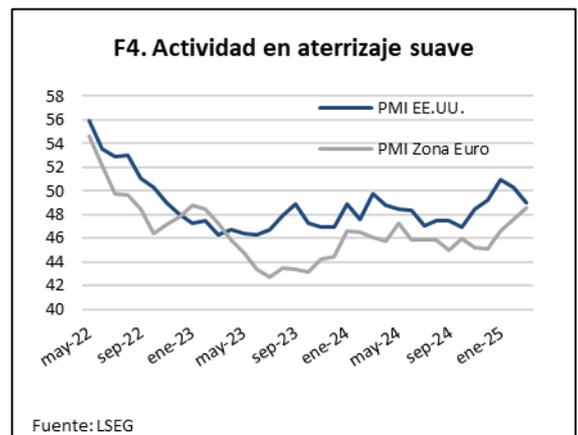
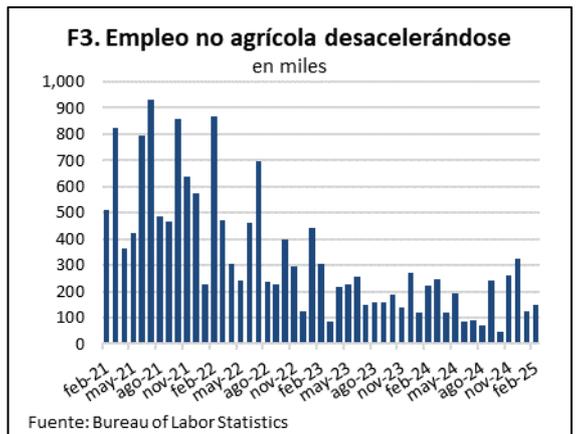
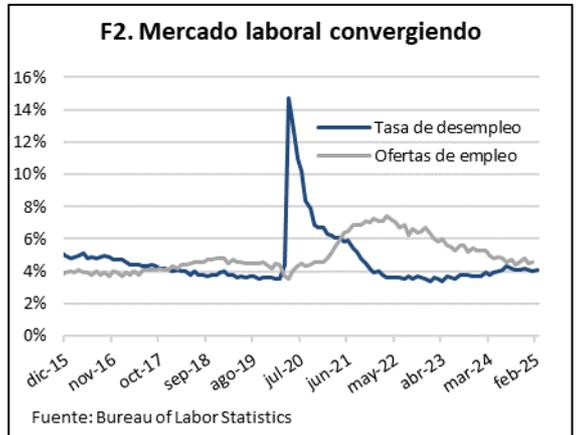
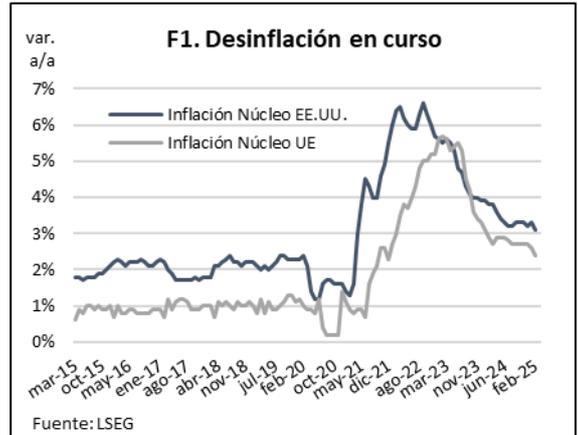
Los reportes de inflación de marzo habían sido relativamente buenos, mostrando una nueva moderación en la suba de precios en las principales economías del planeta (**Figura 1**). El último registro disponible (febrero) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador preferido por la *FED*, ascendió a 0,37% mensual y 2,8% en 12 meses, estancándose en un nivel todavía elevado. Sin embargo, la inflación del índice de precios minoristas de EE. UU., excluyendo los precios más volátiles de alimentos y energía, descendió de 3,1% anual en febrero a 2,8% en el mes de marzo. De igual forma, el índice de inflación núcleo para la comunidad europea (C.E.) arrojó una suba de 2,4% en marzo, o menor al 2,6% de febrero, y más cerca del compromiso actual del 2%.

Una imagen similar de lenta convergencia a la normalidad se ha observado en el mercado laboral de las mismas economías. Los niveles de desempleo se han mantenido bajos desde una perspectiva histórica: 4,1% en EE.UU. y 6,6% en la C.E. En Norteamérica, las cifras del mes de marzo reportan un nivel de puestos disponibles de 7,7 millones (ajustado por estacionalidad), en un mercado con un stock de desempleados que sigue por debajo de ese volumen (7,1 millones) (**Figura 2**). En el mercado laboral europeo estos números son un poco más holgados, pero todavía sugieren una economía produciendo a niveles de casi pleno empleo.

El crecimiento del empleo no agrícola ha seguido una tendencia descendente que ya lleva más de dos años, pero mostrando una alta volatilidad reciente, particularmente afectada por factores climáticos (huracanes) o de huelgas importantes (trabajadores de puertos). Sin embargo, en los últimos 4 meses, el crecimiento promedio fue relativamente alto, casi 200.000 puestos de trabajo al mes; cifra que generalmente se asocia con un nivel de sólido crecimiento económico (**Figuras 3 y 4**).

Otro reflejo de un aparente equilibrio del mercado de trabajo lo representa un costo laboral contenido. En los EE.UU., el ingreso laboral por hora ha ascendido algo menos que 4% anual en promedio en lo que va del año, o no muy lejos de su comportamiento histórico. Lo mismo para el costo unitario del trabajo, que se ha ubicado cerca del 2% en lo que va del año.

Los anuncios tarifarios del 2 de abril por el presidente Trump, el llamado “Día de la Liberación”, quebró con la parsimoniosa situación económica financiera que parecían revelar los indicadores hasta la semana previa. En la primera semana, después de los anuncios, la bolsa americana cayó casi 13% y la tasa específica de los bonos de alto rendimiento a 5 años (*HY CDS*) se incrementó en 85pbs, llegando a 475pbs. Ambos mercados recuperaron algo de lo perdido, luego de que el miércoles pasado la administración americana suspendiera las tarifas anunciadas por 90 días, para iniciar negociaciones bilaterales, con la exclusión de China, a quién se le volvió a incrementar la tarifa arancelaria hasta el 145%.



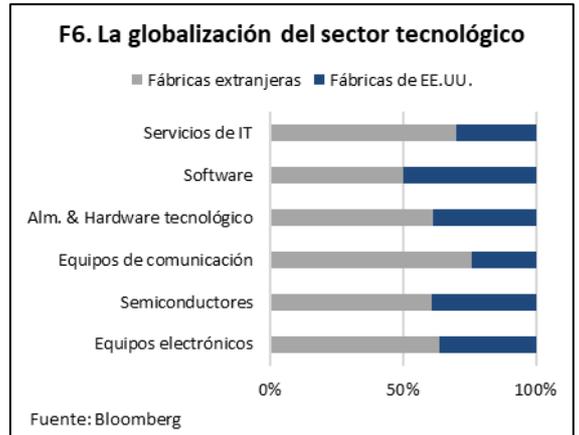
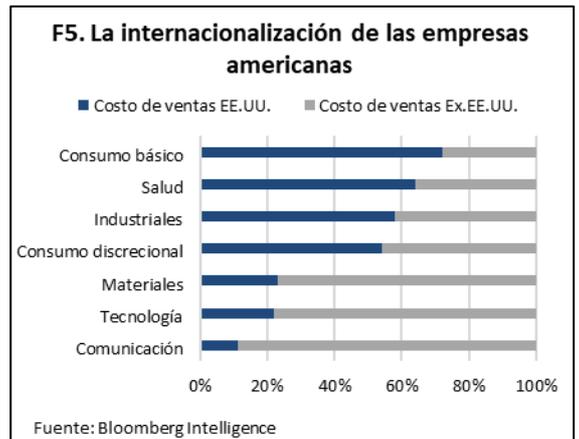
## II. La gran amenaza tarifaria de Trump

El anuncio del 2 de abril del presidente Trump de “reciprocidad arancelaria” representó una suba de protección efectiva única en la historia de los EE.UU. (de menos de 3% a 27% según el *Yale Budget Lab*). Lo agresivo de la medida, sumado al objetivo explícito, no necesariamente deseable o fácilmente alcanzable, de eliminar el déficit comercial sólo generó una gran preocupación entre los operadores de los mercados financieros. El potencial efecto inflacionario de una suba considerable en la protección arancelaria es sin duda una inquietud central. Asimismo, el impacto sobre los resultados corporativos de las empresas americanas con fuerte presencia en el exterior es otro de los elementos que genera zozobra en la comunidad de negocios. La **Figura 5** ilustra la importancia relativa del componente extranjero en los principales sectores del universo accionario americano, que alcanza un mínimo del 30%-35% en los sectores de consumo básico y salud, pero llega al 80%-90% en la tecnología y las comunicaciones.

En casi todas las actividades del sector tecnológico americano, ya sea en equipos electrónicos, servicios de comunicaciones, servicios de integración tecnológica, software y demás, la cantidad de producción en el extranjero excede holgadamente el 50% del total (**Figura 6**). No sorprende, entonces, que estos sectores, que además fueron los principales actores de la revaluación accionaria en 2024, hayan sido los más “castigados” por los anuncios de comercio exterior.

Aunque el impacto sobre el crecimiento económico de la fuerte suba de aranceles es relativamente incierto, el riesgo de una guerra comercial refuerza los temores de una posible recesión. En la primera administración de Trump, y con una suba arancelaria mucho menor que la propuesta actualmente, se vio negativamente afectada la inversión y no se observó un impacto notable sobre el nivel de crecimiento, ni sobre el balance comercial. No todos los ejercicios de simulación arriban a la misma conclusión; por ejemplo, la *Tax Foundation* espera un fuerte impacto negativo del programa actual sobre el crecimiento, la inversión y el empleo.

En lo inmediato, los anuncios de hecho contribuyeron a modificar de forma radical las expectativas de la gente. Las últimas encuestas sobre el mercado laboral muestran una expectativa fuertemente negativa en el ingreso esperado y el aumento del desempleo (**Figura 7**). Consistentemente, la percepción del consumidor americano calculada por la Universidad de Michigan colapsó en su último registro de fin de marzo (**Figura 8**). Los miedos del ciudadano de a pie probablemente se hayan atenuado con el posterior anuncio de suspensión de la suba de aranceles, con la excepción de China. Pero la misma indefinición de políticas ya paraliza importantes decisiones de negocios, con un irremediable efecto negativo sobre el consumo y la inversión. La promesa de baja impositiva tal vez ayude a morigerar la desazón actual del consumidor, pero su potencial impacto fiscal, seguramente abrirá una nueva fuente de desvelo, en particular cuando se encienda la discusión sobre su financiamiento y su posible efecto en las tasas de interés y el costo financiero total.



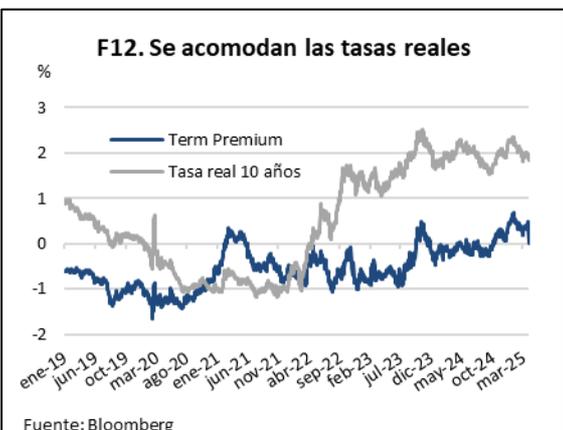
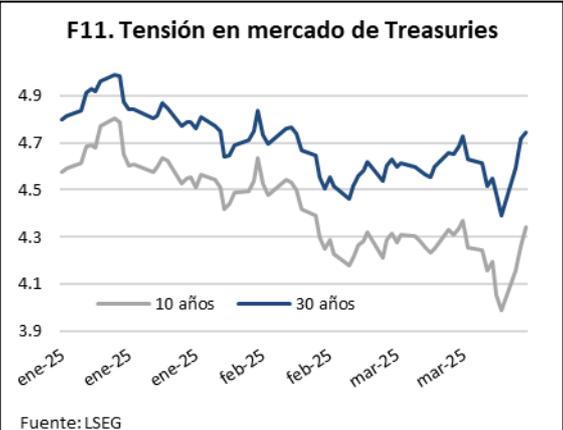
### III. El dilema de la FED

El contexto actual presenta un enorme dilema para la FED. La actividad económica se mantiene firme y el mercado laboral está casi en pleno empleo. La inflación, aunque bajando gradualmente, sigue alta en comparación al compromiso de largo plazo. Y la nueva política arancelaria amenaza con una rápida suba del nivel de precios. Sin embargo, el reciente deterioro manifiesto de las expectativas anticipa una posible recesión, pero no necesariamente inmediata. Por ello, en sus últimas proyecciones económicas, los miembros de la FED no anticipaban grandes cambios en su decisión de política monetaria en lo que resta del año (Figura 9). La situación en Europa es parecida, pero con algo más de margen para el Banco Central Europeo (BCE), gracias a mejores registros de inflación, y un impacto en precios menos inmediato y acentuado como se pudiera esperar en EE.UU.

La expectativa de mercado, por el contrario, ya asimila una mayor injerencia de los anuncios tarifarios y vislumbra la necesidad de una baja de casi 100pbs en la tasa de referencia de la FED (Fed Funds). Esa expectativa es consistente con una fuerte mejora en las expectativas inflacionarias, y una mayor probabilidad de recesión de más del 50% en los últimos días (Figura 10). En su última presentación de la semana pasada, Jerome Powell reconoció la dificultad de reconciliar lo que llamó datos duros de blandos, refiriéndose a evidencia y expectativas, respectivamente. Es más, algunos de los miembros del FOMC explícitamente ya reconocieron la emergencia de un riesgo de recesión. Sin embargo, es muy probable que en su próxima decisión de política el 7 de mayo, la FED no convalide la expectativa de mercado, manteniendo su tasa de política sin cambios.

Mientras tanto, la suba del riesgo crediticio asociado a la mayor probabilidad de recesión y la fuerte volatilidad observada en el mercado de activos, ha empujado las tasas largas enérgicamente hacia arriba (Figura 11). Se especula que, parte del impacto sobre los bonos del tesoro americano de largo plazo, haya resultado del desarme de algunas posiciones soberanas, como ser Japón y China, dos grandes tenedores. Estas acciones bien pueden ser parte de la respuesta de los distintos países afectados por la suba arancelaria, mientras se negocia una posición final sobre los mismos. Tal empinamiento de la curva de rendimiento es terriblemente dañino. Primero porque no permite a las tasas largas contrarrestar un empeoramiento de las condiciones económicas y financieras. Y segundo, y probablemente mucho más importante, porque condiciona el rol del Tesoro americano como referente por excelencia de la tasa libre de riesgo.

Como consecuencia, la tasa real en el plazo de 10 años en los EE.UU. se ha mantenido por arriba del 2%, comparable al período de mayor incertidumbre inflacionaria a principios del 2024, y muy por arriba de cualquier medición de tasa real de largo plazo post gran crisis financiera global en 2008/9 (Figura 12). Y en principio, la misma no pareciera reflejar plenamente un empeoramiento en la situación fiscal, escenario probable si la recaudación arancelaria no compensara la propuesta de baja impositiva promovida por el presidente Trump.



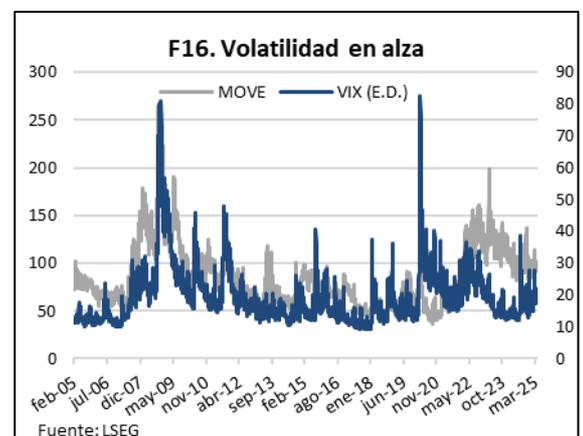
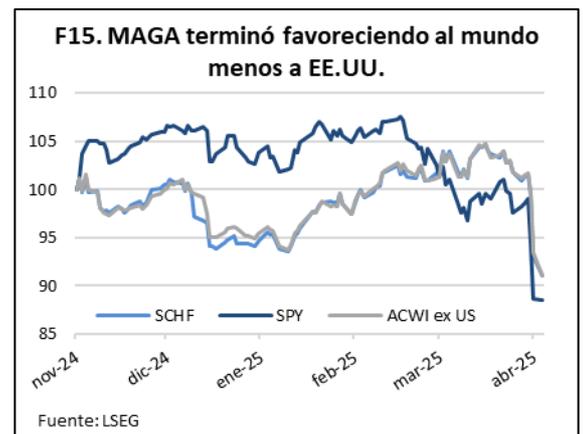
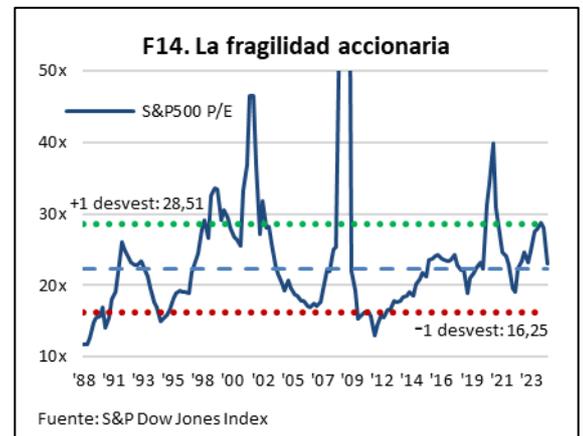
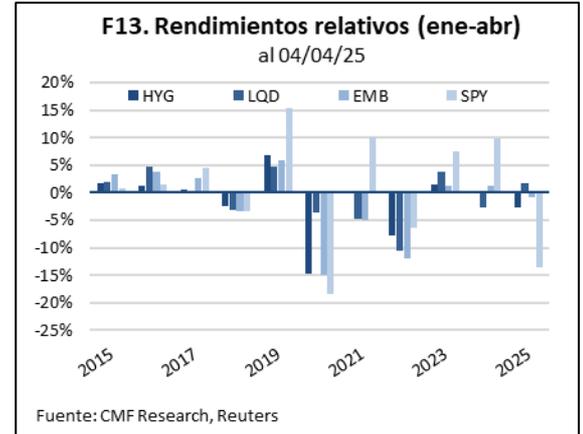
#### IV. Activos financieros al vaivén de la geopolítica

La baja de impuestos sugiere un estímulo para los activos de riesgo, principalmente las acciones, que al mismo tiempo son activos defensivos respecto a la inflación; el daño colateral más probable de la nueva política comercial. Pero una potencial guerra comercial, o simplemente una prolongada incertidumbre sobre la política arancelaria, obstruye directamente las decisiones empresariales en un mundo corporativo altamente globalizado. Además, la volatilidad reciente en el mercado de bonos del Tesoro americano acarrea un enorme riesgo, que es su desincronización del ciclo económico y el cuestionamiento de su rol de referencia de tasa sin riesgo. En consecuencia, las últimas semanas han sido para el olvido de los operadores financieros (**Figura 13**). Es más, aún después del anuncio tranquilizador que pausaba la aplicación de los nuevos aranceles por 90 días, para abrir una rueda de negociación bilateral, las acciones americanas todavía están 6% por debajo de su nivel al momento previo de los anuncios del “Día de la Liberación”.

Probablemente, la valuación relativa de las acciones americanas algo haya influido en su sensibilidad precio recientemente. La misma indicaba una relación de precio sobre rendimiento de más de 30x para el S&P 500, o más de un desvío estándar de su promedio histórico (**Figura 14**). Parte de la aparente sobrevaluación histórica estaba explicada por la dominancia de pocas compañías, líderes en la revolución de la tecnología de la información, que seguían sorprendiendo por sus buenos resultados. Pero esas mismas empresas resultaron ser las principales amenazadas por la nueva política comercial y el riesgo de una creciente confrontación arancelaria, lo que manifiesta también la última mejora relativa de las acciones del resto del mundo frente a las americanas (**Figura 15**).

La tensión vivida en el mercado de bonos del Tesoro americano también exacerbó la volatilidad precio de las acciones, elevando su descuento temporal, y cuestionando la mismísima referencia de tasa sin riesgo del mercado. En el contexto descrito, en particular cuando la incertidumbre sobre la política futura sigue siendo extrema, es prácticamente imposible tener una verdadera noción de tendencia. Un panorama más claro requerirá una definición de la administración americana respecto a sus verdaderos objetivos finales. Si la presión política apuntara a un mundo con menor protección global y algunas concesiones bilaterales, la perspectiva volvería a ser relativamente constructiva para la mayoría de los activos. En cambio, si los EE.UU. se empeñaran con alcanzar una reducción de su déficit comercial a toda costa, entonces se corre el riesgo no sólo de un contexto recesivo global, sino también de extrema volatilidad (**Figura 16**).

En resumen, tiempo para la cautela y la preservación del patrimonio. Por ahora, ello no pareciera incluir a las acciones a menos que no sea a través de venta de PUTs OTM, a precios atractivos. Dentro del universo de bonos, no queda mucho más espacio que para los bonos de mejor calidad, aprovechando el reciente *sell-off* de crédito, aunque igualmente aceptando cierta fragilidad remanente hasta que no se normalice el mercado de bonos del Tesoro.



## V. Argentina: desarmando el CEPO con el apoyo del FMI

Un firme mantenimiento de la disciplina fiscal, junto con una estabilidad cambiaria sostenida, facilitó una baja continuada de la inflación, pero no permitió todavía una voluntaria renovación de los vencimientos externos. En esas circunstancias, se anunció un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que permite la gradual eliminación de los controles cambiarios y la búsqueda de un tipo de cambio determinado por el mercado. Una movida audaz en un año electoral, pero probablemente oportuna para mejorar la perspectiva financiera, y terminar de convencer al mundo que la administración actual tiene un plan consistente de saneamiento estructural. La fortuna argentina sigue pendiente de la apertura de los mercados internacionales, todavía condicionada por nuestra propia historia. Pero el intento actual representa una gran oportunidad para romper la condena de fracasos pasados.

El superávit fiscal primario alcanzado el año pasado de 1,8% del PBI, y el recientemente anunciado objetivo de 1,6% para este año, implican una caída continuada de la relación deuda producto, aún renovando los vencimientos próximos a las todavía altas tasas del mercado. La **Figura 17** muestra que al día de hoy se requiere un superávit primario de sólo 0,3% del PBI para mantener la deuda neta estable en 48% del producto bruto. Y tal condición de estabilidad requeriría un primario de 2,6% si toda la deuda se renovara a una tasa del 8%, nivel de la última emisión soberana. Con una participación de la deuda de organismos internacionales de más de un tercio de la deuda neta a un costo de 5% o menos, y la duración promedio de los bonos externos en más de 6 años, el esfuerzo actual significa una trayectoria de caída en la relación deuda producto por unos cuantos años más, o consistente con un costo de renovación mucho menor al actual.

Sin embargo, todo ese esfuerzo fiscal no alcanzó para movilizar financiamiento voluntario de la deuda externa que va venciendo. Como lo ilustra la **Figura 18**, el superávit comercial cambiario alcanzó el año pasado para compensar por la falta de financiamiento y, hacia el final del año, el blanqueo impositivo aportó una importante cantidad de recursos que permitieron suavizar la necesidad financiera del gobierno en dólares. Pero acabada la ayuda excepcional del blanqueo, lo que queda actualmente es un *gap* de financiamiento en dólares de casi USD20.000 MM para este año, a menos que el mercado financiero se vuelva a abrir para la deuda soberana.

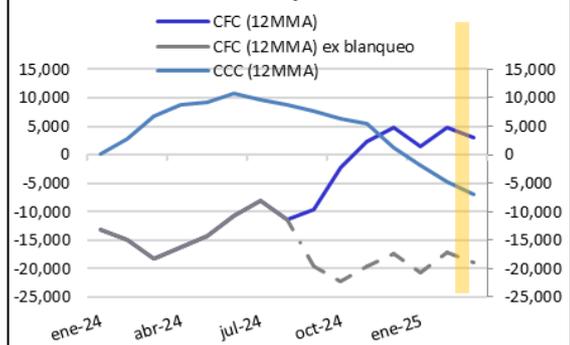
Argentina todavía paga por sus pecados pasados, en particular, por una extensa negociación luego del default del 2001, un maltrato por más de 10 años a los tenedores de deuda que no participaron en los canjes del 2005 y 2007, y una casi unilateral reestructuración en el año 2020. Esa desconfianza histórica sumada a la reducción del propio superávit comercial (**Figura 19**), en parte producto de una fuerte recuperación económica post estabilización (**Figura 20**), volvió a crear la sensación de falta de dólares y desafío de sustentabilidad que explica la tensión cambiaria de las últimas semanas.

### F17. El ancla fiscal se mantiene

DATOS DE DEUDA PUBLICA		CONDICIONES DE ESTABILIDAD	
Deuda Bruta: USD471bn	94.2% PBI	Bal. Primario/PBI = (r-g) Deuda Neta/PBI	
Madurez promedio 5 años		r implícita =	2.5%
Composición:		+ Guzman step up [80bps-140bps]	3.0%
Pesos	46%	r marginal =	12.0%
OT USD	16%	Ultima tasa mercado colocada 2018 =	8.0%
Otros USD	38%	(spread asociado)	600pbs
(USD bonos en manos privadas USD70bn 14% PBI)		g: 2.5% ???	
(\$ bonos en manos privadas USD90bn 18% PBI)			
Deuda Neta: USD240bn	48% PBI	Bal Primario/PBI necesario = [0.3%-4.6%]	
Resultado fiscal 2024 (Mecon)		- 8% en el margen ~ [0.3% → → 2.6%] PBI	
Balance primario: 1.8% PBI		- 12% en el margen ~ [0.3% → → 4.6%] PBI	
Intereses: 1.5% PBI			
Intereses incluyendo capitalización: 2.4% PBI			
Balance financiero inc capitalización: -0.6% PBI			

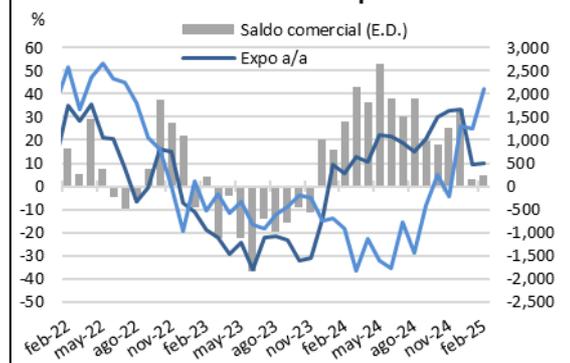
Fuente: CMF Research

### F18. Cuenta Corriente y Financiera Cambiaria



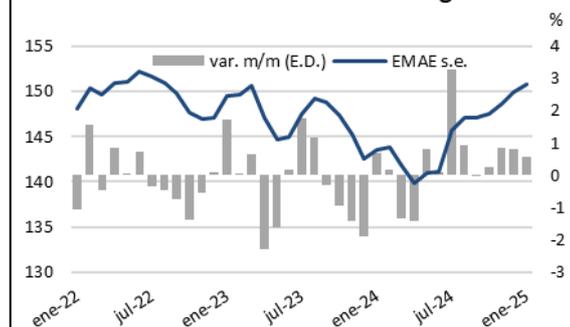
Fuente: CMF Research, BCRA

### F19. La actividad reduce el superávit comercial



Fuente: CMF Research, INDEC

### F20. La actividad económica sigue



Fuente: INDEC

La misma inquietud cambiaría reciente, probablemente ayudada por un clima político enrarecido en el mes de marzo, en parte explica también el relativamente alto registro inflacionario de ese mes de 3,7%, y el amesetamiento en la expectativas descendentes de inflación para los próximos meses (**Figura 21**). Es en este entorno que se anunció el último programa financiero con el FMI, desembolsando más de USD12.000 MM de fondos frescos inmediatamente, y la perspectiva de otros USD8.000 MM en lo que resta del año, incluyendo el financiamiento nuevo del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. A modo de referencia, la **Figura 22** detalla las obligaciones existentes con el FMI previo al anuncio del programa del viernes pasado.

El nuevo, y sustancial, apoyo financiero de los organismos internacionales, permitió comunicar el desmantelamiento parcial de los controles cambiarios, en un esfuerzo adicional para mejorar la perspectiva financiera del programa de estabilización en curso. El programa contempla también la introducción de una banda cambiaria entre 1.000 \$/USD y 1.400 \$/USD donde regirá la libre flotación, la venta de reservas por parte del BCRA en el límite superior de la misma, y la compra sin esterilizar de reservas en el límite inferior. Los límites de esa banda se moverán 1% mensualmente, pero de manera divergente, subiendo el límite superior y reduciendo el límite inferior.

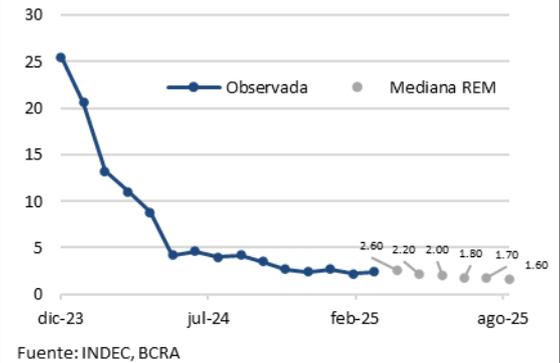
El nuevo programa no deja de representar riesgos, en particular en un año electoral y en el actual contexto global, pero pareciera tener los ingredientes necesarios para reforzar el sendero de estabilización comenzado a fines del 2023. Primero, las bandas cambiarias y la eliminación del dólar blend exportador, le debieran permitir al BCRA dejar de perder reservas. Esto puede tener un costo inflacionario de corto plazo, pero dada la contención fiscal existente este debiera ser mucho más reducido de lo vivido históricamente en el país. Segundo, la eliminación de controles de capital para individuos, y marginalmente para empresas, debería facilitar el ingreso de nuevos flujos de inversiones financieras y de la economía real, reforzando la mejora del balance cambiario de la economía.

La eliminación parcial de restricciones cambiarias reconoce, a nuestro entender, la fragilidad aún existente en el balance de pesos y activos sustituibles por dólares, netos de las reservas internacionales netas, alcanza todavía la suma de más de USD100 MM equivalentes. Nuestros cálculos estiman que la mitad de esos pesos son candidatos a alimentar una corrida cambiaria si las dudas sobre el sostenimiento del régimen actual así lo sugirieran. Tal amenaza excede los recursos del nuevo programa y explica perfectamente la cautela del mismo, prudencia que nos permite soñar con una nueva oportunidad para confirmar un sendero sustentable de mejora estructural de la situación económica del país, todavía no reflejada en las valuaciones actuales (**Figura 24**).

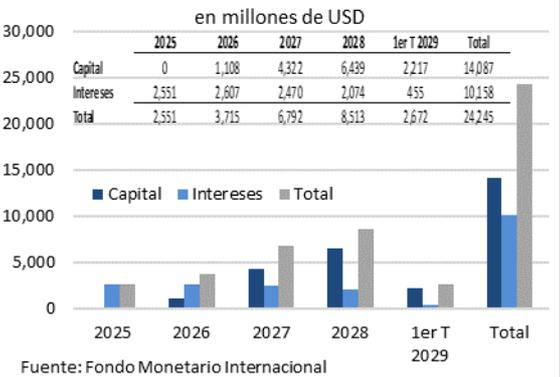
GCañonero

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.

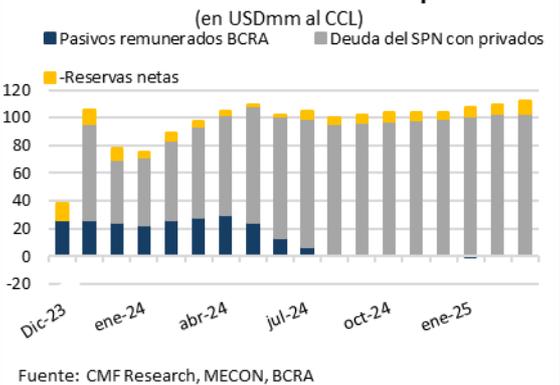
F21. La inflación en descenso más suave



F22. El FMI al rescate



F23. Una medida de exceso de pesos



F24. Valor relativo de los activos argentinos

