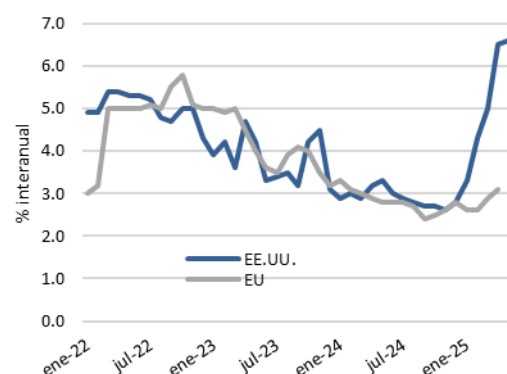


26 de junio de 2025, Vol 5, #2

La política desafía a la economía, desconcertando a los mercados

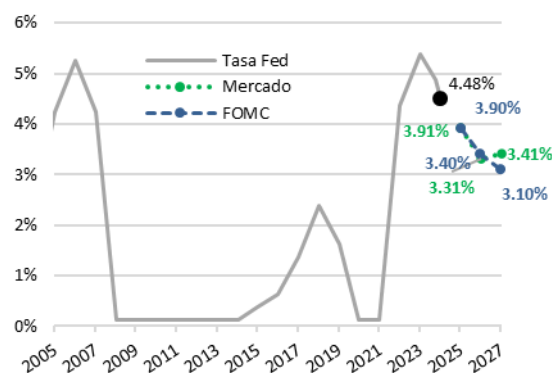
- **Indefiniciones de la administración Trump en materia tarifaria, fiscal y migratoria paralizan las decisiones de inversión y disparan las expectativas inflacionarias.** La misma Reserva Federal de los EE.UU. (*FED*) hizo referencia a la elevada incertidumbre existente para justificar su decisión de no modificar su postura monetaria, a pesar de reconocer riesgos recesivos e inflacionarios. Los anuncios tarifarios extremos del pasado abril han dado lugar a un escenario de negociaciones que preserva un alto nivel de complejidad. Simultáneamente, la justicia, el Congreso, y algunos de sus propios grupos de sostén político han comenzado a cuestionar el mismísimo poder ejecutivo del presidente Trump.
- **El mercado financiero espera la confirmación de una mayor moderación en la política comercial, que le permita a la *FED* seguir relajando su política monetaria en septiembre.** Igualmente, dada la incertidumbre remanente en materia de política económica en los EE.UU., tanto operadores de mercado como miembros de la *FED* coinciden en diagnosticar que muy difícilmente haya espacio para más de 50pbs de reducción de tasas en lo que resta del año. Asimismo, la inflación general se ha comportado bien, pero la presión de precios importados ha sido muy significativa. Y la sensibilidad de los bonos del Tesoro americano a largo plazo, afectados principalmente por una situación fiscal que no mejora, tampoco le ofrece mucho margen de maniobra a la política monetaria.
- **Un nuevo foco de tensión geopolítica tampoco ayuda a contener la volatilidad en el precio de los activos.** El relativo éxito de Israel y EE.UU., en atacar la infraestructura iraní en días recientes, ha promovido el resurgir del apetito por riesgo. Igualmente, la perspectiva relativamente positiva que todavía exhibe el mercado accionario, principal damnificado en el caso de una posible recesión, menores márgenes empresariales o nuevas disputas regionales, pareciera desafiar la complicada realidad actual.
- **Argentina: quebrando la inercia inflacionaria, pero frente al reto de acumular reservas sin afectar el tipo de cambio.** La estabilidad cambiaria, post liberación exitosa, le dio un renovado envión al proceso de desinflación. Pero el comercio internacional todavía no genera los dólares suficientes para acumular reservas, y el crédito privado continúa siendo escaso. La esperanza sigue siendo que la inflación vuelva a ceder, y el gobierno refuerce su apoyo popular. Una elección que rechace cualquier expresión de populismo es fundamental para convencer a los inversores de la continuidad política del plan de saneamiento actual. Lamentablemente, el peso de la historia nos seguirá condenando hasta confirmar ese cambio.

Expectativas inflacionarias



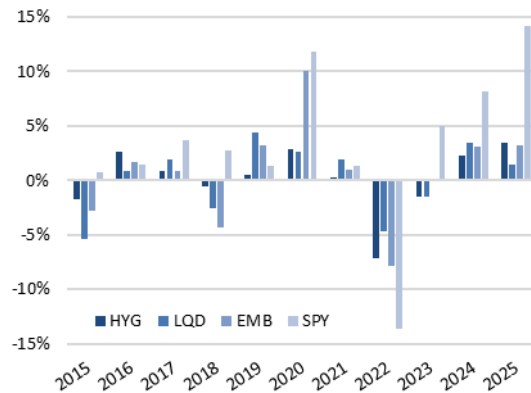
Fuente: CMF Research, U. de Michigan, Banco Central Europeo

Tasas implícitas descendentes



Fuente: FOMC y Bloomberg

Rendimientos relativos (abr-jun)



Fuente: CMF Research en base a Reuters

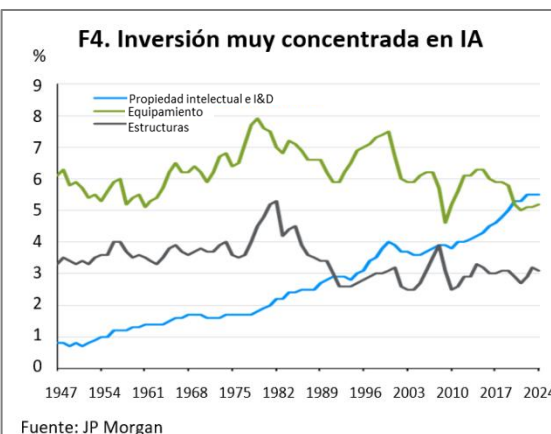
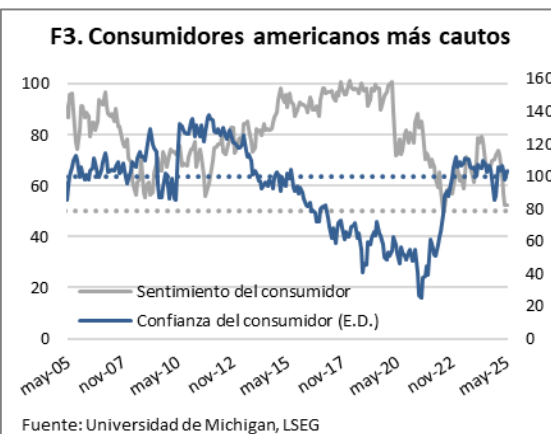
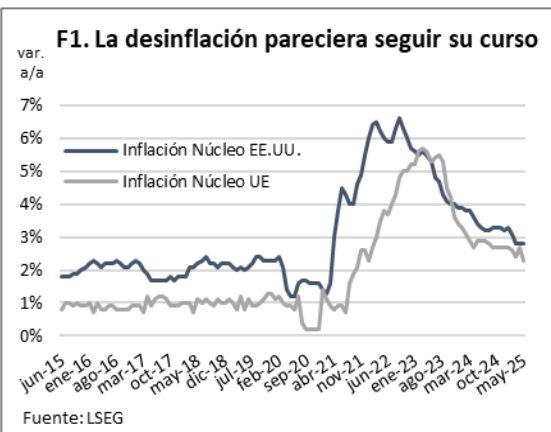
I. El riesgo de estanflación sigue latente

Los reportes más recientes de inflación global han sido relativamente buenos, mostrando mínimo impacto de la suba en el precio de productos importados afectados por mayores aranceles (**Figura 1**). El último registro disponible (abril) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador preferido por la *FED*, ascendió a sólo 0,1% mensual y 2,5% en 12 meses, confirmando una nueva reducción después de casi 9 meses de estancamiento alrededor del 2,8%. Asimismo, la inflación del índice de precios minoristas de EE.UU., excluyendo los precios más volátiles de alimentos y energía, descendió nuevamente de 2,7% anual en marzo a 2,5% en el mes de mayo. De igual forma, el índice de inflación núcleo para la comunidad europea (C.E.) arrojó una suba de 2,3% en mayo, o menor al 2,4% registrado en marzo, mientras el índice general reportó una suba anual de 1,9%, ya por debajo del compromiso actual del 2%.

El buen comportamiento de la inflación general ha sido realmente sorprendente, en particular luego de la fuerte suba de precios en los productos importados observada en los últimos meses (**Figura 2**). Sin embargo, la aparente contención inflacionaria de corto plazo no evitó un apreciable aumento en las expectativas inflacionarias para este año, como ilustra el gráfico de la portada, con una clara diferenciación entre EE.UU. y Europa.

Una moderada presión de precios minoristas pareciera estar explicada por la creciente prudencia, tanto de productores como de consumidores, totalmente natural a un contexto de alta incertidumbre. En verdad, los indicadores de expectativas y de confianza del consumidor en EE.UU. han reportado un marcado deterioro recientemente (**Figura 3**). Una imagen similar, de cierta preocupación, la revelan los indicadores de gastos de capital en el sector manufacturero americano, donde hasta la actividad asociada a la inteligencia artificial ha perdido parte de su reciente dinamismo (**Figura 4**).

El escenario de cautela descrito no se ha visto todavía nítidamente reflejado en el mercado laboral. Desde una perspectiva histórica, los niveles de desempleo se han mantenido estables y bajos: 4,1% en EE.UU. y 6,3% en la C.E. En EE.UU., el crecimiento del empleo no agrícola ha seguido una tendencia descendente, que ya lleva más de dos años, pero mostrando cierta estabilidad reciente, registrando un crecimiento promedio de 150.000 puestos de trabajo al mes; cifra que generalmente se asocia con un buen nivel de crecimiento económico. 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 a mayo, o no muy lejos de su comportamiento histórico. Lo mismo para el costo unitario del trabajo, que se ha ubicado cerca del 2%. A pesar de la notable resiliencia revelada por la economía americana, la misma sigue desafiada por la cambiante agenda tarifaria de la administración Trump y las crecientes dudas sobre su capacidad de instrumentación.



II. La indefinición política es desconcertante

Una secuencia de anuncios, enumerando mediaciones diplomáticas, en reemplazo del escenario extremo que implicaba la ejecución plena de la llamada “reciprocidad arancelaria” del pasado 4 de abril, confirmó una mayor racionalidad y pragmatismo de la administración Trump. Sin embargo, esta nueva flexibilidad negociadora, no elimina el alto el nivel de incertidumbre remanente, dada la complejidad de las mismas negociaciones, y la misma indefinición de objetivos del gobierno americano (**Figura 5**). Asimismo, las atribuciones del Presidente Trump en materia arancelaria enfrentan un creciente desafío legal. A la fecha, al menos siete demandas retan la autoridad ejecutiva de Trump en su aplicación de la Ley Internacional de Poderes Económicos de Emergencia de 1977 (*IPPA*); la mayoría presentadas por pequeñas empresas afectadas, pero acompañadas por una presentación de 12 Estados Federales en conjunto.

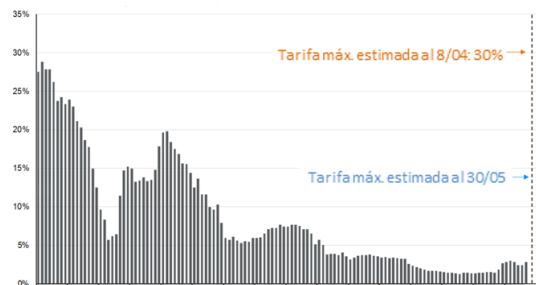
El argumento central opositor es que solo el Congreso tiene autoridad constitucional para imponer aranceles, y que el uso de *IPPA* exige una emergencia inusual y extraordinaria, que no justifica un aumento general de aranceles para poner fin a un crónico déficit comercial, como argumenta el gobierno. La justicia comercial le ha dado la razón al menos a dos demandas contra el ejecutivo; en la presentada por los estados opositores, el gobierno pudo obtener una salvaguarda temporaria, pero ha quedado a la espera del tribunal superior, mientras que la causa ganada por la empresa *Learning Resources* ha dejado sin efecto el arancel respectivo, a la espera de la respuesta final a la apelación presentada por el gobierno. En réplica, el gobierno ha comenzado a utilizar otros instrumentos legales menos controversiales, que permiten arancelar sectores específicos que estén relacionados con temas de seguridad nacional y/o prácticas comerciales no competitivas, pero que no tienen alcance general y demandan un proceso de aplicación lento y condicionado.

La propuesta fiscal de Trump, denominada *One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)*, también enfrenta una fuerte oposición en el Congreso. De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (*CBO*), la iniciativa aprobada en la Cámara Baja podría incrementar el ya holgado déficit fiscal en casi 10 puntos porcentuales del PBI en los próximos 10 años (**Figura 6**). Ello explica la resistencia que ha encontrado en el Senado, aún desde miembros del partido Republicano. Los mismos exigen menores concesiones impositivas y mayores ahorros en el sistema de medicina social; y el gobierno no pareciera tener la mayoría necesaria para sostener el proyecto inicial. El *CBO* también alertó que el *OBBBA* tiene un sesgo regresivo importante (**Figura 7**).

Algo similar sucede con la política migratoria, donde sectores oficialistas asociados al sector agrícola se han quejado de la fuerte reducción de la oferta laboral en el sector, y han exigido una revisión al presidente. Mientras tanto, las encuestas comienzan a mostrar cierta impaciencia del electorado, poniendo en duda el apoyo sostenido a la agenda presidencial, en particular si resultara, como es de esperar, en

F5. El shock tarifario agrega incertidumbre

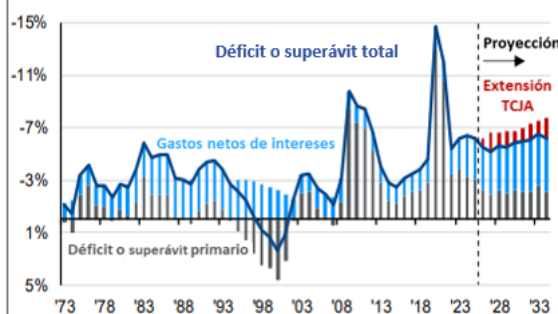
Tarifa promedio en bienes importados en EE.UU.



Fuente: J.P. Morgan Asset Management

F6. Trump quiere bajar impuestos

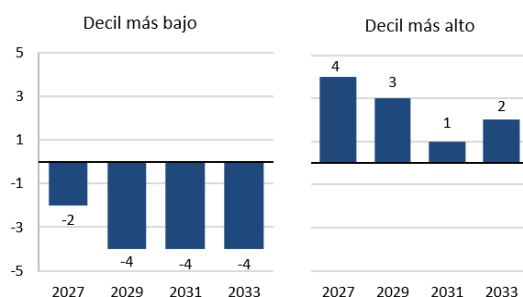
% PBI, 1973-2035



Fuente: CBO

F7. El plan fiscal americano

Cambio en recursos como % de ingresos de la ley vigente



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso

F8. Cuestionable sustentabilidad política de Trump

Fecha	Efecto de las políticas en la inflación		
	↓ inflación	↑ inflación	Efecto neutro
Republicano			
5/5-15/25	65	31	14
3/17-27/25	62	23	15
1/27-2/8/25	70	16	13
12/2-11/24	76	11	14
Independiente			
5/5-15/25	18	68	14
3/17-27/25	16	60	24
1/27-2/8/25	26	47	26
12/2-11/24	28	43	28
Demócrata			
5/5-15/25	5	91	4
3/17-27/25	4	92	4
1/27-2/8/25	5	85	10
12/2-11/24	8	82	10

Fuente: Marquette Law School Poll

III. El dilema irresuelto de la FED

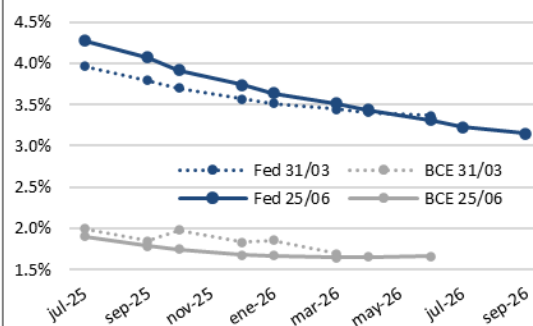
El contexto actual presenta un enorme dilema para la FED. La actividad económica se mantiene firme y el mercado laboral está casi en pleno empleo. La inflación, que volvió a bajar un poco, todavía excede el compromiso de política, y la expectativa inflacionaria está en franco aumento. En su favor, la nueva política arancelaria pareciera tener un impacto contenido, pero su alcance y aplicación final siguen siendo inciertos. A este cuadro se le suma el deterioro manifiesto de las expectativas empresariales y la confianza del consumidor, manteniendo la amenaza de una importante retracción en la actividad económica. Por ello, en sus últimas proyecciones económicas, 7 de los miembros de la FED no anticipan cambios en su decisión de política monetaria en lo que resta del año y 8 sólo esperan dos cortes de 25pbs (**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 tarifario en precios menos inmediato y acentuado que aquel esperado para EE.UU.

Gradualmente, la expectativa de mercado también ha convergido a lo que piensan las autoridades, vislumbrando espacio para una baja de sólo 50pbs en la tasa de referencia de la FED (*Fed Funds*) en lo que resta del año. Esa perspectiva asimila la advertencia implícita de expectativas inflacionarias en ascenso (**Figura 10**). En su última presentación del mes de junio, Jerome Powell reconoció la necesidad de ser cautos. Igualmente, y aunque la prudencia es la posición dominante entre los miembros de la FED, la semana pasada se escuchó a dos miembros del FOMC, Christopher Waller y Michelle Bowman, el primero de ellos nominado por Trump, sugerir que la FED podía empezar a bajar tasas tan pronto como en julio.

Mientras tanto, la inquietud reflejada en las expectativas inflacionarias, así como el avance de una propuesta fiscal que agrega presión sobre una abultada relación deuda/producto, han empujado las tasas largas del Tesoro americano hacia arriba, casi que ignorando el mayor riesgo recesivo (**Figura 11**). Ante la falta de evidencia que parte del impacto sobre los bonos del Tesoro americano de largo plazo haya resultado del desarme de algunas posiciones soberanas, la realidad pareciera ser mucho más compleja, reflejando también dudas crecientes sobre el rol del dólar como moneda de reserva. De continuar, dicho proceso podría ser extremadamente dañino para la economía mundial y los mercados de activos internacionales. Primero, porque restringe a la política monetaria de 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.

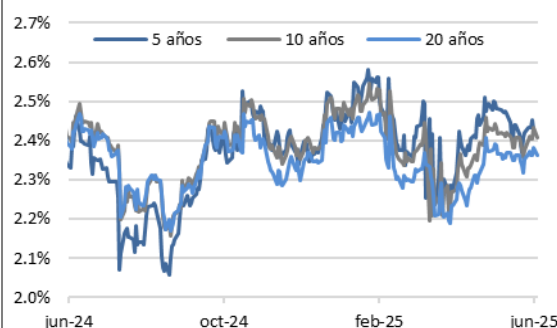
Como consecuencia, la tasa real en el plazo de 10 años en los EE.UU. se ha mantenido por arriba del 2%, comparable al período de mayor incertidumbre inflacionaria de principios del 2024, y muy por encima de cualquier medición de tasa real de largo plazo post gran crisis financiera global en 2008/9 (**Figura 12**).

F9. Expectativas de tasa de política monetaria



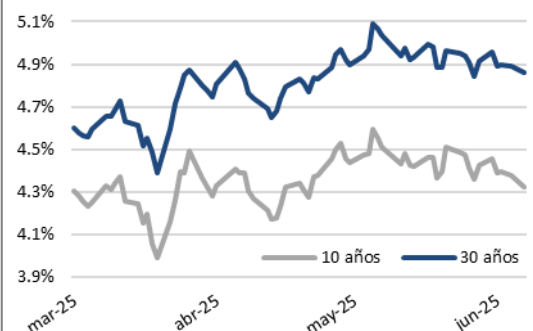
Fuente: Bloomberg

F10. Expectativas inflacionarias alternativas



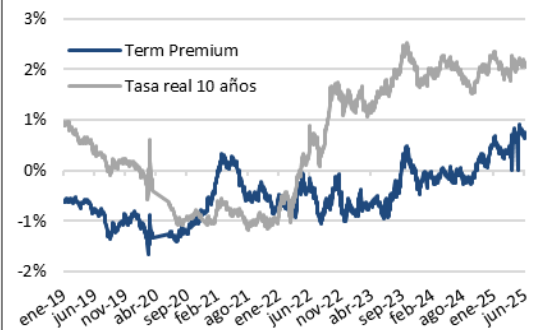
Fuente: LSEG

F11. Tensión en el mercado de Treasuries



Fuente: LSEG

F12. Tasas reales elevadas



Fuente: Bloomberg

IV. La política garantiza volatilidad y exige extrema prudencia

La baja de impuestos incluida en el *OBBBA* 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 tasas segura de referencia. A pesar de todos los peligros mencionados, las últimas semanas han sido muy buenas para los activos de riesgo. Una postura arancelaria más negociadora y pragmática funcionó casi como una bendición para el mercado financiero. Igualmente, cabe la duda si el mercado este incorporando adecuadamente los riesgos inherentes a la implementación final de las políticas propuestas por la administración Trump.

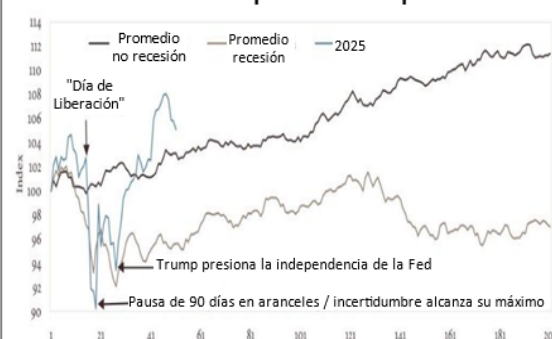
En particular, el mundo accionario americano pareciera ignorar el riesgo recesivo de la coyuntura actual (**Figura 13**). A los valores actuales, las acciones americanas todavía representan una relación de precio sobre ganancias de más de 24x (S&P 500), muy superior al promedio histórico. Parte de la aparente sobrevaluación histórica sigue explicada por pocas compañías, líderes en la revolución de la tecnología de la información, que continúan sorprendiendo por sus buenos resultados. Pero esas mismas empresas resultan ser las principales amenazadas por la nueva política comercial y el riesgo de una creciente confrontación arancelaria.

El *performance* relativo reciente de los activos de riesgos pareciera también desafiar el registro histórico. La **Figura 14** ilustra el retorno relativo de bonos y acciones en períodos recesivos. En el pasado, cuando la actividad económica se contrajo, la superioridad de los bonos fue contundente. En el contexto descrito, las acciones parecieran tener más para perder que el resto de activos. Igualmente, la amenaza de una recesión también afecta las medidas de riesgo crediticio, exponiendo principalmente los créditos más débiles.

Una fuerte recuperación del oro como activo de reserva es un fiel reflejo de una coyuntura como la actual (**Figura 15**). Aunque la creciente ponderación del oro ya lleva algunos años, la misma se ha acentuado en los meses recientes. Y es en parte explicada por el incremento de la fragilidad en los activos seguros más tradicionales, como los bonos del Tesoro americano y el dólar.

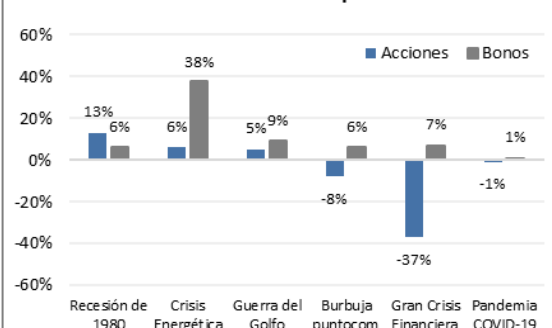
El relativo éxito de Israel y EE.UU., en atacar la infraestructura iraní en días recientes, ha calmado a los mercados financieros, pero también ha potenciado el riesgo de un largo conflicto en Medio Oriente, con efectos potenciales sobre el petróleo y el apetito por riesgo. Vale resaltar que previamente el temor de los analistas era de una sobreproducción de petróleo (**Figura 16**). Tampoco la geopolítica ayuda a la parsimonia en el mercado de activos actualmente.

F13. Las acciones no parecen anticipar recesión



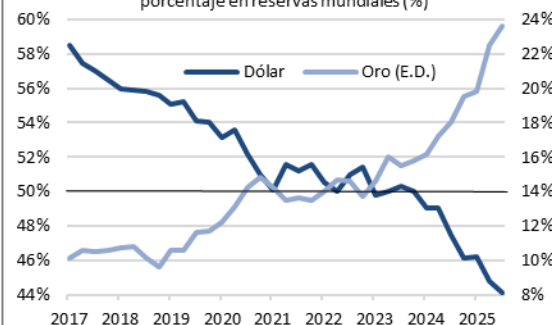
Fuente: Lombard Odier

F14. Rendimientos históricos en períodos de recesión



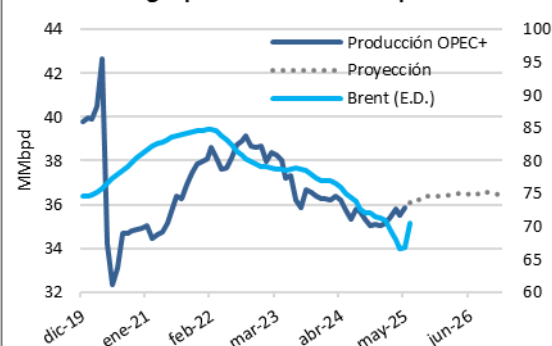
Fuente: JP Morgan

F15. El oro como activo de reserva
porcentaje en reservas mundiales (%)



Fuente: FMI

F16. La geopolítica también dice presente



Fuente: EIA

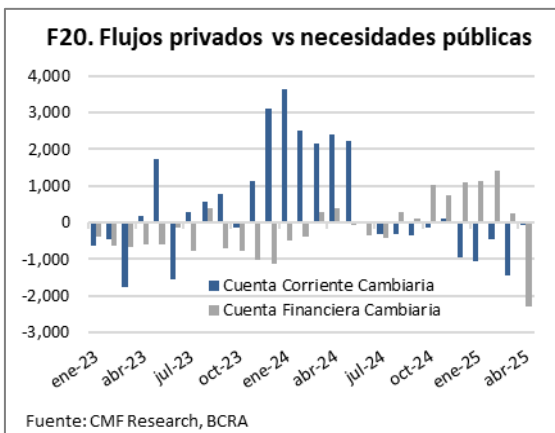
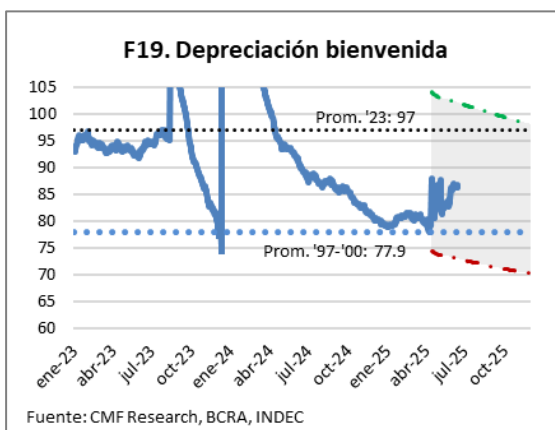
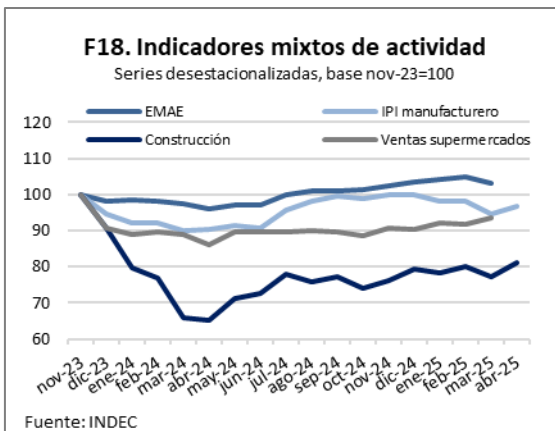
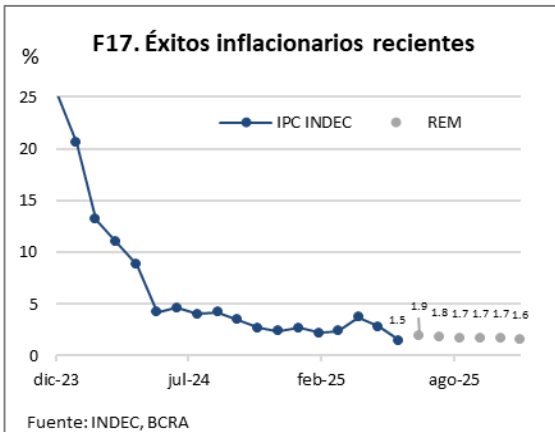
V. Argentina: el desafío de acumular reservas sin afectar el dólar

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, el nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) permitió 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. De todos modos, la fortuna argentina sigue pendiente de la apertura de los mercados internacionales, todavía condicionada por nuestra propia historia.

Un excelente dato inflacionario en el mes de mayo fue el primer beneficio claro de la nueva etapa de estabilización que comenzó en abril pasado. El registro de 1,5% mensual representa casi la mitad de su nivel en marzo. Aunque menor, la reducción de la inflación núcleo de 3,2% a 2,2% no deja de ser un gran logro también. Para junio, los datos de alta frecuencia sugieren cierta recuperación de los alimentos estacionales que ayudaron el mes pasado, pero la mayoría de los analistas proyecta una inflación mensual entre 1,7% y 2,0%. Ello ha permitido una fuerte corrección a la baja en las expectativas inflacionarias para los próximos meses (**Figura 17**).

Un nivel de actividad que no pareciera agregar presión de demanda sin duda ha colaborado con el proceso desinflacionario reciente. La fuerte recuperación que comenzó a mediados del año pasado ha mostrado claros signos de estabilización en los últimos meses (**Figura 18**). Mayor penetración de los productos importados, creciendo al 29,4% interanual en mayo, ha sido otro ingrediente determinante para contener el alza de precios. Pero la reciente estabilidad cambiaria, luego de la apertura parcial de ese mercado en abril, ha sido el factor fundamental para explicar los logros inflacionarios recientes (**Figura 19**). Igualmente, un parsimoniosa reducción de la liquidez en el mercado monetario, producto de algo de sobreemisión de bonos públicos y la continuación de una saludable recuperación del crédito, han ayudado a elevar las tasas reales de interés, reforzando el proceso de mayor estabilidad de precios.

En términos financieros, sin embargo, Argentina todavía paga por sus pecados pasados. Una extensa negociación luego del default del 2001, más de 10 años de maltrato a los tenedores de deuda que no participaron en los canjes del 2005 y 2007, y una casi unilateral restructuración en el año 2020, son parte del prontuario soberano. Esa desconfianza histórica, sumada a la reducción del propio superávit comercial, por ahora impide el refinanciamiento de la deuda en dólares del gobierno nacional sin afectar la tranquilidad cambiaria (**Figura 20**). La apuesta oficial es la de alcanzar ese mayor apoyo financiero externo luego de las elecciones de medio término, o cuando se confirme el apoyo popular al plan del presidente Milei.



La acumulación de reservas implícita en las metas del programa con el FMI es un indicador razonable de éxito (**Figura 21**). De acuerdo a las mismas, Argentina debiera atesorar algo más de USD15,0mm en lo que resta del año, lo que luce extremadamente exigente dada la respuesta del mercado hasta el momento. En las últimas semanas, el gobierno ha podido confirmar un acuerdo Repo con bancos internacionales por USD2,0mm y ha logrado emitir USD1,5mm de bonos en pesos a inversores internacionales. Pero tanto la demanda por papeles privados argentinos, como el indicador de calidad crediticia soberana, no parecieran aún reflejar un fuerte apetito por riesgo argentino.

Como comentáramos en nuestra edición pasada, el ajuste fiscal logrado permite anticipar que la razón deuda pública neta/PBI va camino a reducirse de 48% en octubre de 2023 a sólo 30% hacia el final del actual mandato presidencial en 2027. Desafortunadamente, y aunque ese nivel de endeudamiento proyectado esté entre los menores de los mercados emergentes, el gobierno argentino todavía no ha logrado refinanciar 2% del PBI anual (excluyendo a organismos internacionales), que también representa necesidades financieras relativamente bajas en la misma métrica emergente (**Figura 22**).

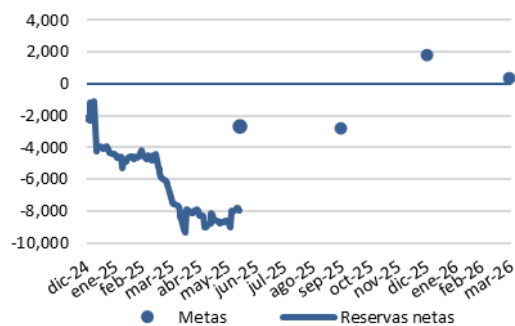
En la espera de una mayor confianza inversora, el gobierno ha intentado también atraer los ahorros en dólares de los mismos argentinos, que se calculan en casi USD400mm, o más del 50% de un PBI (**Figura 23**). Para ello, se han anunciado distintas medidas de menores requerimientos impositivos y se ha preparado un proyecto de ley para facilitar la integración de esos ahorros en la economía, en particular para montos menores a USD100.000. Pero una movilización significativa de esos ahorros también depende de una renovada confianza sobre la perspectiva futura, que enfrenta los mismos temores que los de cualquier inversor extranjero.

Mientras tanto, el gobierno también ambiciona movilizar los créditos bancarios en dólares, que representan otra forma indirecta de acumular reservas sin afectar el mercado cambiario. La relación actual préstamos/depositos en esa moneda permite estimar cierto margen de crecimiento, pero se ve mayormente limitado por la misma prudencia bancaria, y el inolvidable *stress* vivido en la salida del régimen de convertibilidad (**Figura 24**).

En el contexto actual, solo cabe esperar recuperar la convicción inversora y la renovación de los vencimientos públicos, o eventualmente, y de forma complementaria, anunciar un programa de compra de reservas consistente. Un programa de esa envergadura bien puede desestabilizar temporariamente el mercado cambiario, con un efecto inflacionario de corto plazo, pero a cambio de beneficios más duraderos. Los mismos incluyen, una mejora de la cuenta comercial y, muy probablemente, de la financiera también; y, aún más importante, la misma sustentabilidad del plan de estabilización.

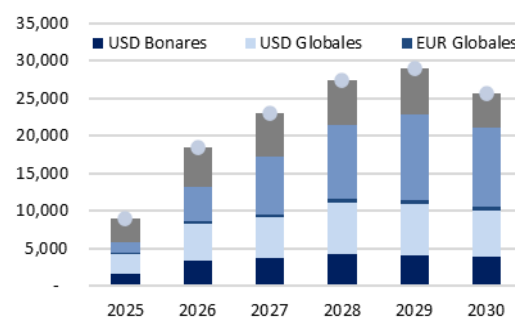
GCañonero

F21. Reservas netas y metas



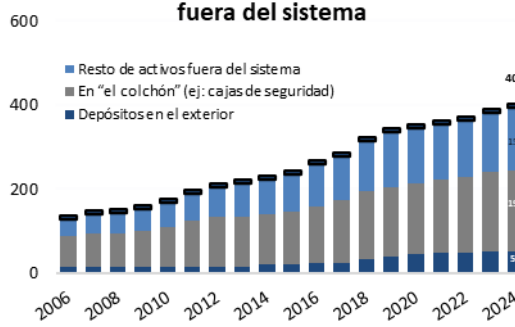
Fuente: CMF Research, BCRA, FMI

F22. Vencimientos en dólares



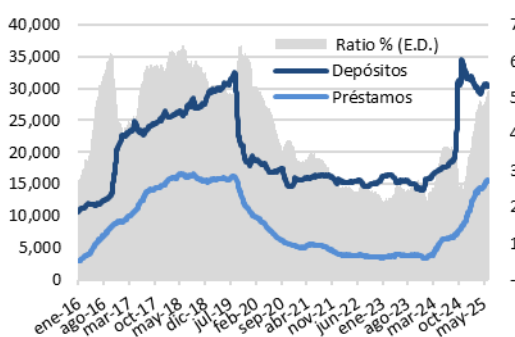
Fuente: CMF Research, 1816, FMI

F23. Activos del sector privado en USD fuera del sistema



Fuente: 1816 en base a BCRA e INDEC

F24. Préstamos versus Depósitos



Fuente: BCRA