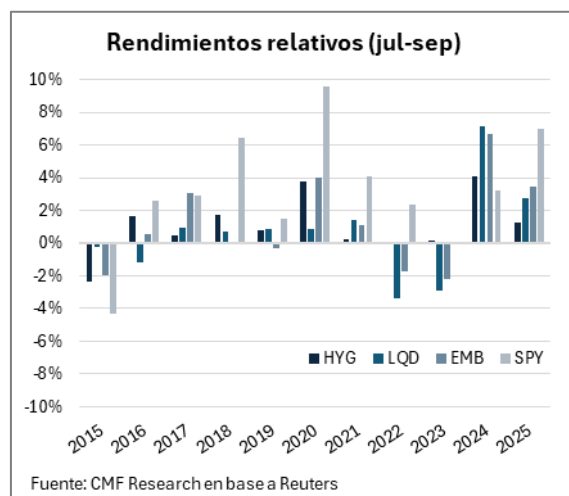
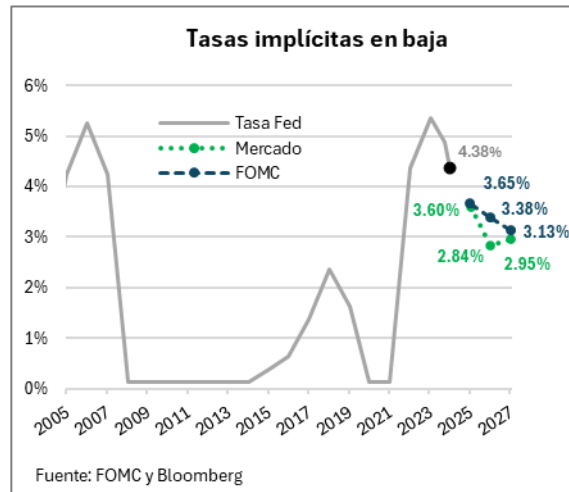
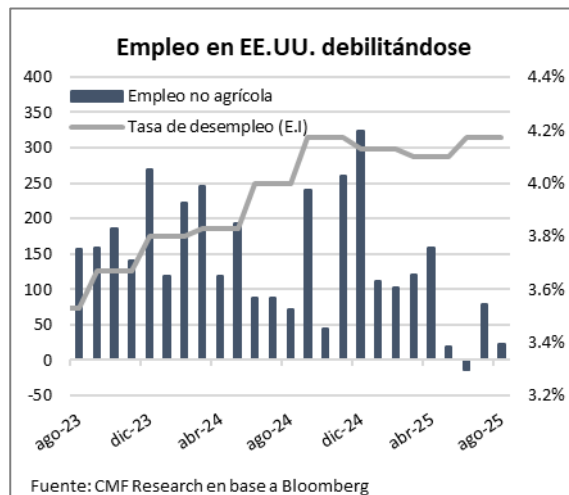


19 de septiembre de 2025, Vol 5, #3

Escenarios de estanflación y una *FED* politizada

- **El mercado laboral americano comienza a mostrar las primeras señales de debilidad, mientras que la convergencia inflacionaria parece haberse estancado, afectada por un incremento más definitivo de aranceles.** El presidente de la Reserva Federal de los EE.UU. (*FED*), J. Powell, ha expresado su preocupación por la notable disminución en el crecimiento del empleo no agrícola en los últimos meses, sugiriendo que hoy el riesgo recesivo pondera más que la amenaza de nuevos incrementos de precios en la ecuación decisoria de la política monetaria. Igualmente, el escenario de política económica sigue siendo muy incierto, con la justicia americana todavía desafiando la autoridad presidencial para aumentar los aranceles al comercio exterior, y la economía aun revelando más indicios de resiliencia que de desaceleración.
- **Los mercados financieros anticipan recortes sucesivos de la tasa de política monetaria en EE.UU., aun a pesar de las dudas existentes sobre la situación económica.** Tras el último corte de tasa de la *FED*, se ha consolidado la expectativa de un relajamiento rápido de la política monetaria, proyectando otros 50pbs de reducción antes de fin de año y 125pbs hacia julio del año próximo. Simultáneamente, el Tesoro americano ha estado interviniendo en el mercado de bonos, proporcionando liquidez y reduciendo la duración promedio de su deuda. Este contexto ha generado un importante *rally* en el mercado de *Treasuries*, desafiando por completo a los riesgos inflacionarios persistentes, el deterioro fiscal continuo, y las crecientes amenazas políticas a la independencia de la *FED*.
- **La fragilidad de tasas largas y las altas valuaciones en el mundo accionario llaman a una extrema cautela de parte de los inversores.** La nueva euforia en los mercados de riesgos puede continuar, tanto en la duración de bonos como en las acciones líderes. Sin embargo, la fragilidad inherente en ambos mercados sugiere la necesidad de posiciones prudentes y un estricto control de riesgos. En este contexto, los *commodities* y los mercados emergentes han mostrado fortaleza recientemente, representando una apuesta apropiada frente a los riesgos inflacionarios y de mayor debilidad del USD en relación con otras monedas globales.
- **Argentina: conteniendo hasta octubre, pero planificando para los próximos 2 años.** La contienda electoral, exacerbada por los resultados en la provincia de BA, auguran más tensiones cambiarias hasta octubre, que debieran manejarse dentro de la actual estructura de bandas. No obstante, la acumulación de reservas internacionales a partir de noviembre se considera inevitable, impulsada por un comercio exterior que gradualmente va mejorando su posición superavitaria y, con algo de suerte, de un mayor apetito inversor.



I. Se consolida el escenario de estanflación

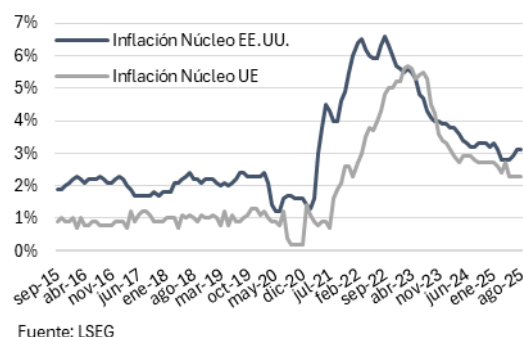
Los reportes más recientes de inflación global han sido contundentes, mostrando una tasa de crecimiento en los precios que no parece disminuir, manteniéndose cerca del 3% anual, o bastante por encima del objetivo de política, al menos en EE.UU. (**Figura 1**). En agosto, la inflación núcleo del índice de precios al consumidor en EE.UU. ascendió a 0,3% mensual y 2,9% anual, superando los niveles del mes anterior. Según los especialistas, estos datos predicen que el índice de gasto personal (*Core PCE*), indicador preferido por la *FED*, haya ascendido 0,2% mensual y 2,9% en 12 meses, confirmando una meseta inflacionaria en el vecindario del 3% anual. El tema inflacionario pareciera estar mucho más controlado en la comunidad europea (C.E.), donde la inflación núcleo del índice armonizado subió 0,3% en el mes de agosto, pero se mantuvo en 2,4% anual, a pesar del shock tarifario reciente.

Algo similar pasó con el índice de precios mayoristas (**Figura 2**), que fue sorpresivamente bajo en agosto (-0,1% en el mes), pero ayudado por ajustes temporarios que permitieron ocultar un firme pulso en los precios de bienes y servicios, claramente por sobre el 3% anual. Estos precios están directamente afectados por los mayores aranceles al comercio exterior, que pasaron de 2,5% a más del 15% en forma efectiva, y anticipan la presión continua sobre precios minoristas.

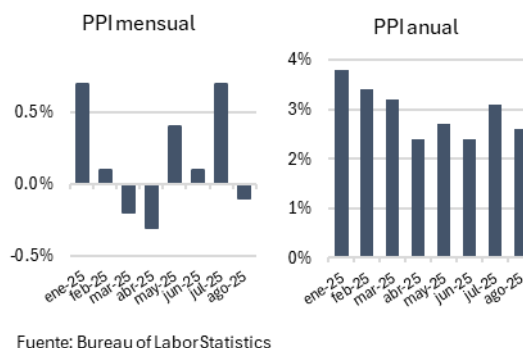
No hay dudas que el fuerte aumento logrado en los aranceles externos, hasta el momento al menos, va a tener un impacto inflacionario. La clave, es prevenir algún tipo de contagio que convierta ese shock de nivel de precios en un impacto inflacionario de mayor extensión. Por ahora, los índices inflacionarios han mostrado esa posible generalización de suba de precios mayormente contenida en los bienes y servicios afectados directamente por los aranceles. Algo más difícil de evitar es el impacto de los mayores aranceles en los costos de producción, y el desaliento que eso representa para la inversión. La **Figura 3** ilustra perfectamente esa relación negativa, confirmada en los planes de inversión revelados en las encuestas empresariales, que eventualmente se traducirán en una menor actividad económica.

En el contexto descripto, la reciente retracción reportada en los indicadores de empleo luce preocupante. En los últimos meses, el crecimiento del empleo no agrícola en los EE.UU. promedió 25 mil puestos mensuales, comparados con 168 miles al mes en promedio durante 2024. Como si eso fuera poco, la agencia de estadísticas del mercado laboral americana (*BLS*) anunció la mayor revisión a la baja anual de la que se tenga registro de los datos de empleo, reduciendo el dato previamente estimado en 911 miles de empleos. Tal aparente flaqueza de la demanda por empleo, sin embargo, contrasta con niveles robustos de crecimiento del ingreso laboral (**Figura 4**). Lo último, de alguna manera, también permite hipotetizar que lo revelado por el mercado laboral bien puede ser el subproducto de una restricción de oferta, particularmente asociada a la fuerte política anti-migratoria de la administración Trump.

F1. Índices inflacionarios amenazados



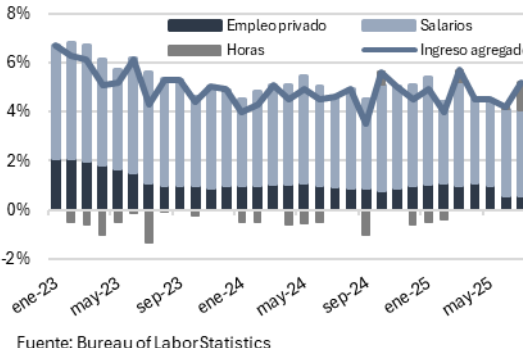
F2. Precios del productor anticipan más inflación



F3. Costos arancelarios incrementales contienen planes de inversión



F4. El ingreso laboral sigue firme



II. La FED decidida a bajar tasas a pesar de los riesgos

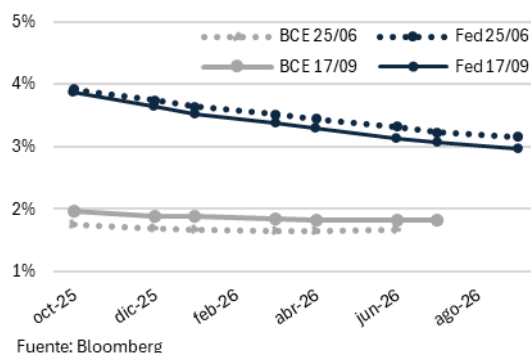
El presidente de la FED, Jay Powell, por primera vez, reconoció su preocupación por los recientes datos laborales en su presentación en la conferencia económica de *Jackson Hole* a fines de agosto. A partir de allí, los participantes de los mercados financieros globales comenzaron a anticipar una inminente baja de las tasas de política monetaria en EE.UU. Ese quiebre de expectativas, fue más tarde reforzado por nuevos datos laborales, que confirmaron la tendencia declinante en la demanda por empleo. Días previos a la última decisión del 17 de septiembre, el mercado ya pronosticaba una baja de 25 puntos básicos en la tasa de *Fed Funds* y al menos otro recorte de 50 puntos básicos antes de fin de año. Asimismo, el mercado de futuros es consistente con una tasa de política llegando a 3% hacia mediados del año próximo, o 150 puntos básicos por debajo de la tasa operativa al momento de la conferencia de *Jackson Hole* (Figura 5).

La convicción de una baja rápida y pronunciada de tasas cortas es fiel reflejo, casi exclusivamente, de las estadísticas de empleo americano. Otros indicadores económicos/financieros no parecen corroborar esa misma realidad. Por ejemplo, la información agregada en la Figura 6 refleja una fuerte resiliencia tanto en la actividad como en las expectativas. Asimismo, la medida de sorpresas económicas elaborada por el Citibank (US CESI) no deja de mostrar un sesgo positivo en los datos recientes. El sólido crecimiento de las ventas minoristas y la producción industrial en agosto simplemente confirmaron un economía todavía saludable.

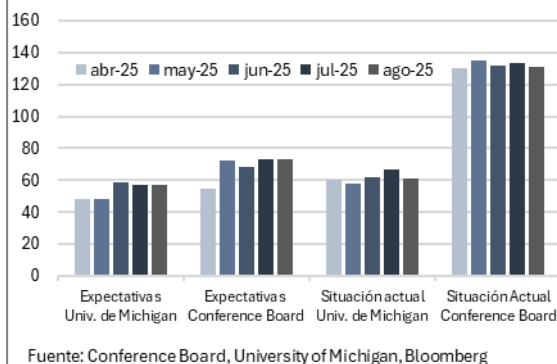
En sintonía con una realidad económica relativamente positiva, las expectativas de inflación han aumentado en los últimos meses. La Figuras 7 compara las expectativas de inflación en EE.UU. y la C.E. en los próximos 12 meses, mientras que la Figura 8 hace lo mismo con las proyectadas implícitamente en el mercado de *swaps* para los últimos 5 años de la próxima década. En ambos casos, la referencia americana excede notablemente el compromiso de política monetaria, brecha que se mantiene aún en el largo plazo.

El tiempo dirá si ese pequeño des-anclaje de las expectativas en EE.UU. se mantiene o no, o si está relacionado con la incertidumbre que el shock arancelario introduce en el contexto actual. En la actualidad, ese riesgo de persistencia inflacionaria pareciera estar totalmente subestimado, tanto por políticos como por mercados. En particular, cuando se considera la creciente presión política que la administración Trump está ejerciendo sobre la FED para que relaje su política monetaria. A comienzos de la semana, el Senado aprobó la nominación de Stephen Miran como gobernador de la Reserva Federal, quien tomará un permiso de ausencia como presidente del consejo de asesores económicos del poder ejecutivo, provocando muchísima preocupación sobre la misma independencia de la FED. Asimismo, el presidente Trump continúa intentando la remoción de la Gobernadora Lisa Cook, hasta ahora no permitida por la justicia, bajo denuncias de fraude hipotecario previo a su incorporación en la FED.

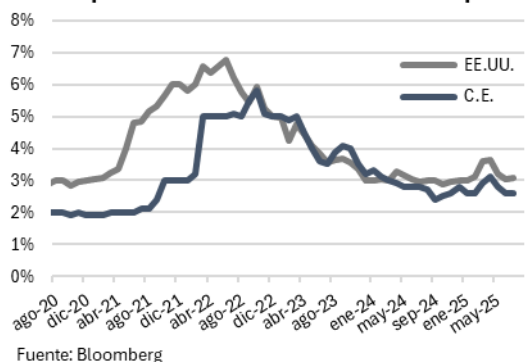
F5. Expectativas de tasa de política monetaria



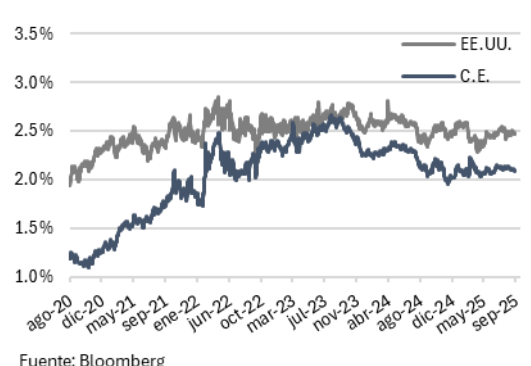
F6. Indicadores de actividad resilientes



F7. Expectativas inflacionarias de corto plazo



F8. Expectativas inflacionarias de mediano plazo



III. Bonos del Tesoro firmes, pero mercado frágil

Desde la primera semana de abril, cuando Trump sorprendió a los mercados con sus aranceles recíprocos, la tasa del bono del tesoro a 2 años cayó 45pbs, mientras que la del bono a 10 años se redujo 22pbs (**Figura 9**). La casi certeza de nuevas bajas en las tasas de *Fed Funds*, en el horizonte cercano, ha sido el movilizador principal de ese cambio. De todos modos, es llamativo que en el mismo lapso temporal, la tasa de inflación núcleo de los EE.UU, en su medición de 12 meses, subió 30pbs hasta llegar al 2,9%, en sincronía con la suba de expectativas inflacionarias comentadas en la sección previa.

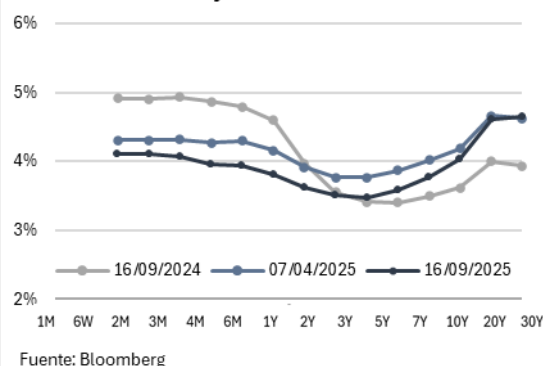
El movimiento reciente de las tasas largas americanas ha sido notable, particularmente luego del pasaje de la última ley fiscal, la llamada *BBBA* (gran, bella ley en inglés), que sencillamente pareciera demostrar muy poca preocupación por sus implicancias de largo plazo, empeorando la expectativa de déficit y proyección de deuda pública en los próximos años. O, pareciendo ignorar también, casi por completo, la última avanzada del presidente Trump sobre la independencia de la autoridad monetaria del país.

Algunos participantes del mercado asignan al buen comportamiento reciente de la parte larga de la curva al aumento de recaudación explicado por los mayores aranceles, aunque eso se sabe insuficiente para compensar la baja de impuestos de la *BBBA* (ni que hablar su confirmación, dependiente todavía de lo que interprete la corte suprema de justicia sobre la potestad del ejecutivo al respecto). Otros señalan la fuerte baja de la volatilidad experimentada en el mercado de *Treasuries*, en parte ayudada por cierto activismo del mismo Tesoro americano (**Figura 10**).

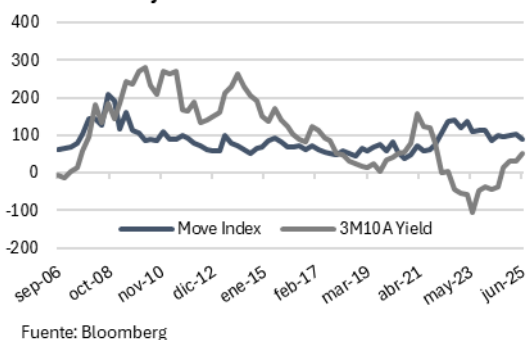
Las intervenciones del Tesoro en su propio mercado de bonos, orientadas también a obtener una reducción del costo de la deuda, igualmente indujeron a una baja en la duración media de la deuda pública, con los instrumentos de corto plazo (*Bills*) alcanzando el 17% del total recientemente, desde niveles del 10% pre-pandemia Covid (**Figura 11**). En el corto plazo, este movimiento está asociado con mejoras de liquidez en ese mercado y reducción de volatilidad. Pero desde una perspectiva de más largo plazo, la caída en la duración media de la deuda del Tesoro americano claramente expone ese mercado a mayor sensibilidad a los *shocks* y mayor volatilidad potencial, avasallando la robustez de ese mismo mercado.

Un mercado de bonos del Tesoro potencialmente más frágil es contemporáneo con recomendaciones de inversión que se animan a apostar por mayor duración. Y tal optimismo, en parte, se refleja en una baja de la tasa real a 10 años, implícita en los bonos indexados, de unos 30pbs recientemente, muy a pesar de una prima de riesgo que se mantiene elevada, y probablemente refleje mejor los riesgos subyacentes en el contexto económico y político actual (**Figura 12**). La pregunta relevante es si la amenaza de recesión es tan firme como para opacar todos estos otros riesgos asociados con el resto de las políticas económicas.

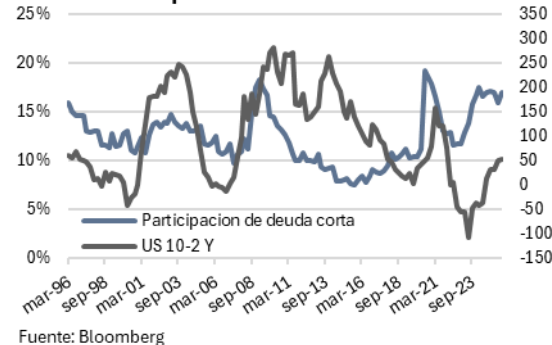
F9. Fed Funds y la curva de rendimientos



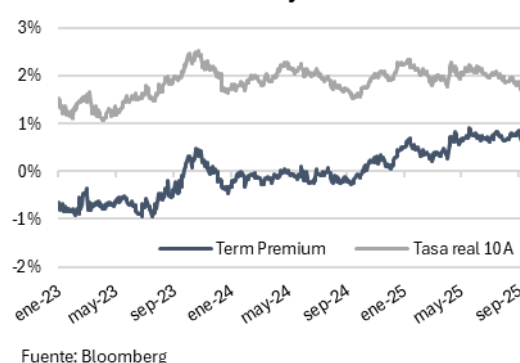
F10. Intervenciones federales bajan la volatilidad de tasas



F11. Menor duración de deuda anticipa empinamiento de la curva



F12. Tasas reales y Term Premium



IV. Cautela frente a valuaciones altas en un contexto incierto

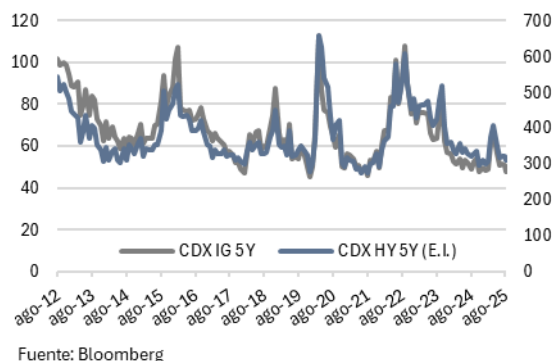
Las inquietudes señaladas sobre diversas amenazas a la prima de riesgo coinciden con *spreads* crediticios en sus mínimos históricos (**Figura 13**). No obstante, recientemente, se ha observado un rendimiento muy inferior en los bonos de más baja calidad, CCC o menor, denotando el impacto marginal de una probabilidad mayor de recesión económica. En estas circunstancias, seguimos recomendando la conveniencia de mantener una apuesta en el universo de bonos, enfatizando los activos de menor riesgo crediticio o de grado de inversión, y con una duración media no mayor a los 5 años. Ante el incremento del riesgo de recesión, los bonos de calidad ofrecen una protección superior.

En el ámbito accionario, las valuaciones continúan siendo muy elevadas desde cualquier perspectiva histórica y desafían cualquier escenario recesivo. A los valores actuales, las acciones americanas todavía representan una relación de precio sobre ganancias de más de 22x (S&P 500), muy superior al promedio histórico (**Figura 14**). De todos modos, es válido reconocer que la aparente sobrevaluación histórica sigue mayormente explicada por pocas compañías, líderes en la revolución de la tecnología de la información, que continúan sorprendiendo por sus buenos resultados (**Figura 15**). Además, estas mismas compañías son las que más están invirtiendo, muy enfocadas en la inteligencia artificial, y fuertemente beneficiadas por la *BBBA* que acelera amortizaciones y desgrava algunos gastos de capital.

Alternativamente, se podrían destacar otros sectores beneficiados por la inteligencia artificial, como el energético, considerado por los expertos como el verdadero cuello de botella de la IA. Igualmente, sectores como los laboratorios, donde la IA representa un shock tecnológico extraordinario y hoy se encuentran castigados por el sesgo de la política de salud de la administración Trump, bien pueden ser una opción para suavizar el impacto de las altas valuaciones sobre retornos futuros.

Ante un escenario inflacionario o de debilidad institucional creciente para el dólar, otra de las circunstancias posibles en la coyuntura actual, los *commodities* vuelven a ofrecer una alternativa prudente y atractiva (**Figura 16**). En lo que va del año, el oro ha rendido 38%, la plata 44%, el cobre 14% y la soja 4%. Sin duda, los metales preciosos ofrecen un mejor refugio en la coyuntura actual, por tener una menor sensibilidad al nivel de actividad. Además, los mismos han estado fuertemente respaldados por la decisión del algunos bancos centrales, principalmente el de China, de diversificar sus tenencias en contra del USD. Pero, en términos generales, los índices de *commodities* debieran ofrecer los atributos adecuados de activo defensivo ante una posible depreciación adicional del dólar vis a vis el resto de las monedas, agregando la virtud de algún grado de diversificación. El entorno descrito también favorece a los activos no americanos, reviviendo el interés por los mercados emergentes, tanto en acciones como en bonos.

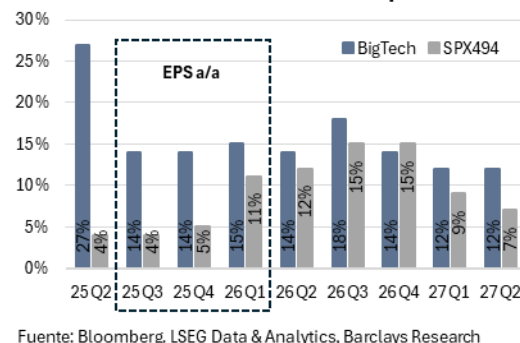
F13. Spread de bonos en sus mínimos históricos



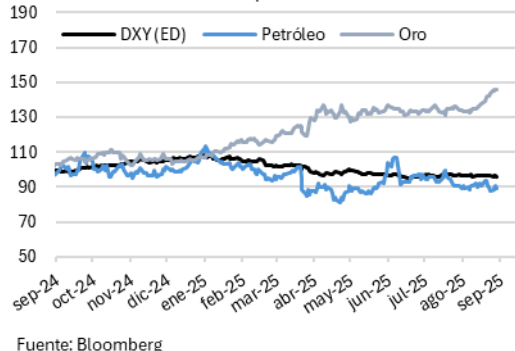
F14. Valuaciones accionarias en sus máximos



F15. El nivel de ganancias parece justificar las valuaciones de las compañías



F16. Los commodities como reserva de valor
base sep-2024=100



V. Argentina: sobrellevando tensiones electorales

Aunque las tensiones cambiarias asociadas a la etapa electoral eran previsibles, la experiencia de los últimos días refleja en toda su dimensión los peligros relativos a una política extremadamente polarizada como la argentina. Lamentablemente, esto ha llevado a que se minimicen algunos logros extraordinarios que el Gobierno ha alcanzado, en particular la disciplina fiscal. Además, ha sido un notable éxito el relativo control logrado en la nominalidad de la economía. El peso se ha depreciado más del 40% desde la apertura iniciada en abril, y los precios domésticos han mantenido relativa estabilidad, dotándole a la economía de un grado de flexibilidad que hace tiempo no lograba tener. Esto ha permitido dinámicas estabilizadoras, como la mejora en las cuentas comerciales externas en los últimos tres meses.

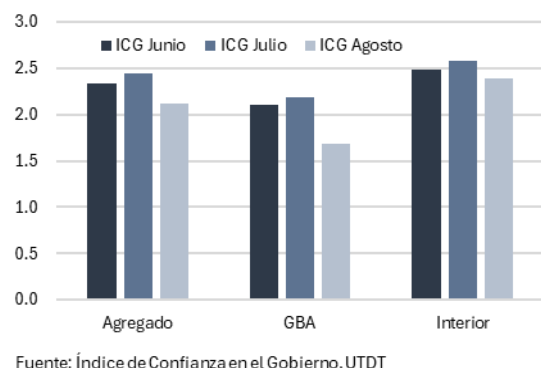
En lo que respecta a la política, las decisivas elecciones nacionales de octubre debieran mostrar una mejora para el Gobierno, al menos respecto a la mala sorpresa de la Provincia de Buenos Aires. Eso es lo que sugiere el indicador de confianza en el gobierno de la UTDT, que ha mostrado ser un muy buen anticipador de la verdadera preferencia electoral (**Figura 17**). La clave es que esa mejora le garantice a las autoridades conservar su poder de veto, lo que luce muy probable en base a estas estadísticas. Por el contrario, ganar la capacidad de seguir impulsando reformas pareciera ser mucho menos factible de lo que se pensaba hace apenas unos meses. Obviamente, en las próximas semanas, la situación de fines de agosto puede cambiar y modificar esta perspectiva, y no son muchas las herramientas que el Gobierno tiene para mejorar el humor social hasta octubre.

El buen comportamiento de la inflación sigue favoreciendo la posición del Gobierno. A pesar de la reciente depreciación del peso, los datos inflacionarios de alta frecuencia muestran relativa estabilidad. Al mismo tiempo, las expectativas parecieran seguir bien ancladas, aun ante el reconocimiento de que el peso puede seguir debilitándose en los próximos meses (**Figura 18**).

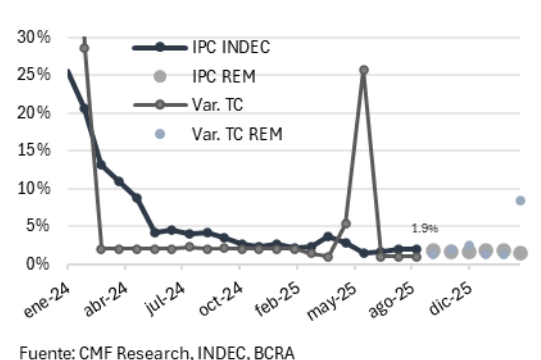
La relativa estabilidad de precios también manifiesta la contracara de una actividad económica perdiendo impulso, lo cual representa una noticia negativa para las aspiraciones de Gobierno. La **Figura 19** ilustra la situación actual de varios sectores económicos, que en promedio, identificado por el indicador EMAE, se han recuperado por encima de los niveles pre diciembre 2023, pero mostrando una fuerte desaceleración reciente y muchísima dispersión sectorial. En realidad, el último reporte de la cuentas nacionales acaba de confirmar que la economía como un todo cayó marginalmente en el segundo trimestre del presente año, -0,1% trimestral desestacionalizado.

La relativa parálisis económica reciente está parcialmente explicada por la natural desaceleración esperada luego de una rápida recuperación previa. Sin embargo, una política monetaria muy restrictiva y volátil, a partir de mediados de julio, luego de la eliminación de los instrumentos de liquidez LEFIs, fue también, sin duda, un determinante fundamental (**Figura 20**).

F17. Elecciones bonaerenses: ¿anticipación o piso?



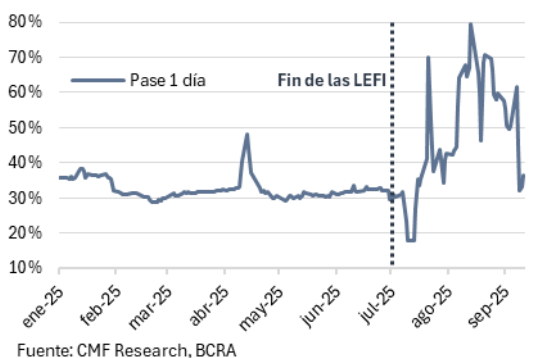
F18. Pass-through cambiario contenido



F19. Indicadores mixtos de actividad



F20. La volatilidad de tasas no ayudó



El esquema monetario que comenzó en julio tuvo el efecto indeseado de hacer pensar que las altas tasas eran necesarias para contener la potencial tensión cambiaria pre-electoral, cuando en realidad sólo representaban un fuerte apretón monetario pobremente ejecutado (**Figura 21**). A nuestro criterio, ese cambio de política monetaria actuó casi de propulsor de la tensión cambiaria que siguió hasta las elecciones de PBA. Y probablemente haya sido también importante en explicar el cambio de humor social pre-electoral.

Mientras tanto, y como fuerza estabilizante, las cuentas externas comenzaron a reaccionar a un peso cada vez más competitivo. De acuerdo a los datos publicados por el Banco Central, la cuenta corriente cambiaria volvió a mostrar un superávit desde abril, acumulando casi USD 9 MM positivos en lo que va del año (**Figura 22**). Esa misma información revela, sin embargo, que las cuentas financieras externas no se terminan de recuperar. En los últimos meses, se intensificó la compra de dólares de los argentinos, mientras continuó la sequía de nuevos fondos privados desde el exterior.

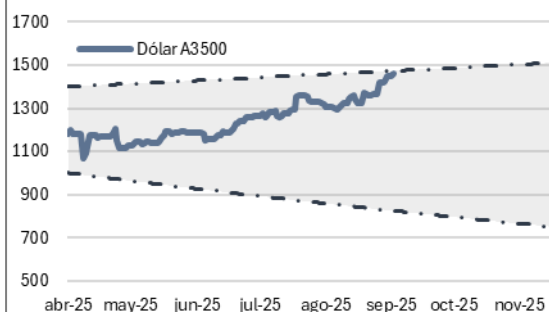
La acumulación de reservas internacionales es claramente el principal desafío post electoral para el Gobierno (**Figura 23**). Las cuentas externas privadas están balanceadas, pero el financiamiento para la renovación de deuda pública todavía no aparece, y el riesgo país vuelve a subir, reflejando una mayor preocupación inversora. Como fuera señalado anteriormente, 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 40% 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 24**).

En el contexto actual, al Gobierno sólo le queda usar su compromiso de la banda cambiaria, al menos, hasta octubre, seguir mejorando el manejo monetario, y mejorar el diálogo político con la oposición más responsable. A la espera que un buen resultado nacional vuelva a recuperar la confianza perdida de continuidad política, permitiendo cierta renovación de los vencimientos públicos, o eventualmente, y de forma complementaria, anunciando un programa de compra de reservas consistente. Una meta de USD 10 MM al año representa una compra del 10% del flujo diario del mercado cambiario, algo totalmente manejable. Y si hubiera algún costo temporariamente con efecto inflacionario de corto plazo, se haría a cambio de beneficios más duraderos. Los mismos incluyen una mejora más substancial de la cuenta comercial y, muy probablemente, de la financiera también; y, aún más importante, la misma sustentabilidad del plan de estabilización.

GCañonero

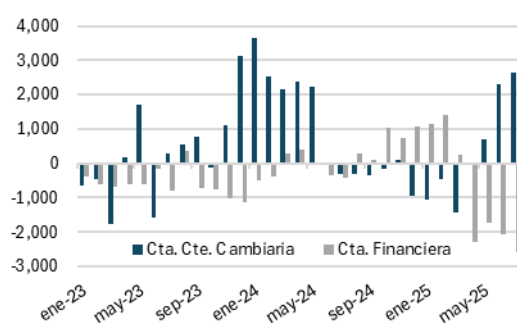
Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/o omisión del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

F21. Tensión preelectoral exacerbada



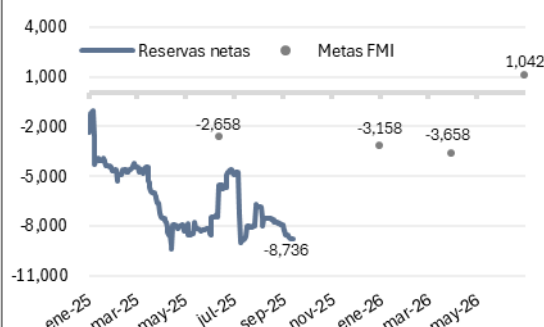
Fuente: CMF Research, BCRA

F22. Las cuentas externas comienzan a mejorar



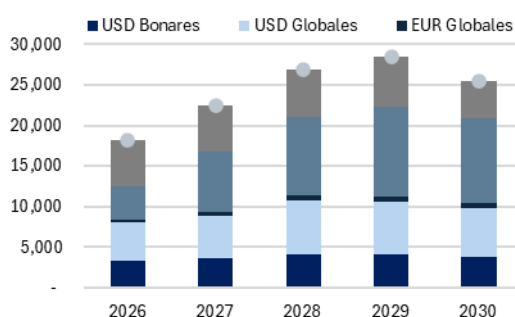
Fuente: CMF Research, BCRA

F23. El desafío de las reservas internacionales



Fuente: CMF Research, BCRA, FMI

F24. Vencimientos en dólares



Fuente: CMF Research, 1816, FMI