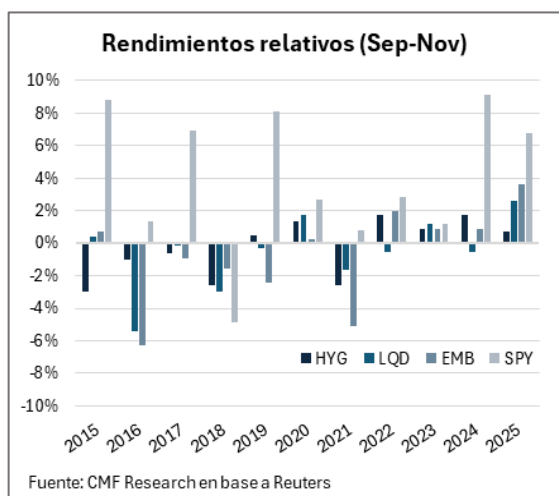
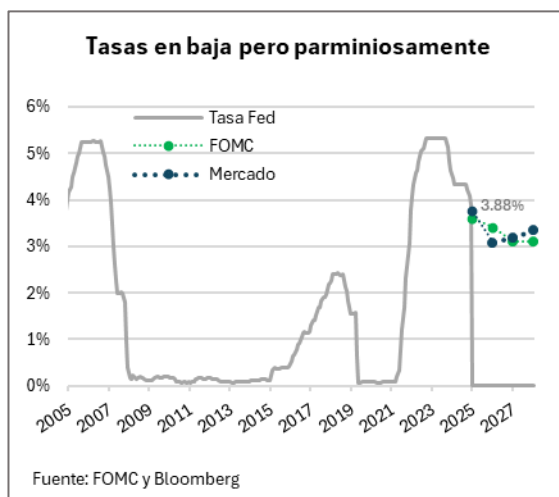
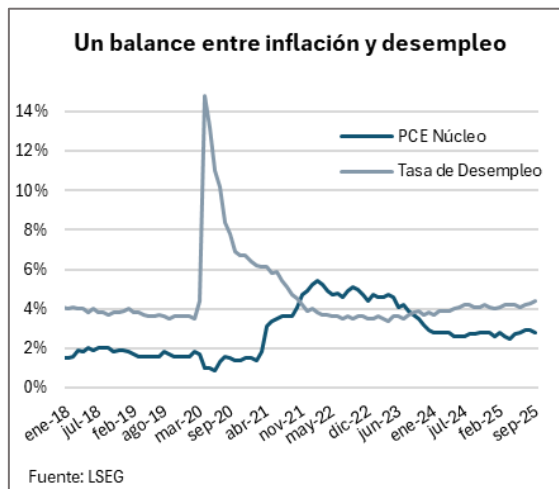


5 de diciembre de 2025, Vol 5, #4

Deconstruyendo valuaciones entre artificiales e inteligentes

- **El mercado laboral americano muestra algunos signos de debilitamiento, pero el consumidor revela cierta resiliencia, y la presión inflacionaria no pareciera aflojar.** Las minutas de la última reunión de la Reserva Federal de los EE.UU. (*FED*), enfatizaron el desafío que el escenario actual representa para la autoridad monetaria, confesando algunas voces de preocupación entre los miembros más cautos del Comité de 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 las encuestas y elecciones locales, mostrando un importante rechazo a los resultados económicos alcanzados en Norteamérica al menos.
- **El Presidente de la *FED*, J. Powell, anticipó que una nueva baja de tasas en Diciembre está lejos de ser concluyente, no así la posibilidad de tasas más bajas en el futuro.** Muy a pesar de esa circunspección, en los últimos días se ha consolidado la expectativa de una nueva baja en diciembre, en un sendero hacia el 3% a fines del 2026. Sin embargo, la certeza que el impacto inflacionario de la política arancelaria no se ha sentido plenamente todavía, y cierta fortaleza remanente en el consumidor americano, complican aún más la perspectiva de los próximos meses. Mientras tanto, los últimos movimientos en los *Treasuries*, siguen desafiando los riesgos inflacionarios remanentes, el deterioro continuado de la situación fiscal, y las amenazas políticas a la independencia de la *FED*.
- **Fragilidad en el mercado de tasas y valuaciones cada vez más altas en el mundo accionario llaman a la cautela creciente del inversor.** La extendida euforia que viven los activos de riesgo puede continuar, tanto en los bonos largos como en las empresas líderes, pero la fragilidad inherente en ambos mercados sugiere la necesidad de posiciones prudentes, con estricto control de contingencias. Noviembre ya mostró algunos primeros indicios de dudas sobre la narrativa asociada a la IA, por ahora sostenida por la fuerte inversión de los propios excedentes de liquidez de las empresas líderes.
- **Argentina: frente a una nueva gran oportunidad.** Las elecciones de término medio reavivaron las mayores tensiones de los mercados financieros, pero el resultado terminó fortaleciendo el programa de gobierno. El menor riesgo político post electoral debiera abrir nuevas fuentes de financiamiento, robusteciendo el proceso de saneamiento y reformas que promueve el gobierno del presidente Milei. Romper con el pasado sigue siendo el principal desafío para la Argentina, pero la coyuntura actual ofrece condiciones ideales para superarlo.



I. La inflación sigue alta, y el consumo resiliente

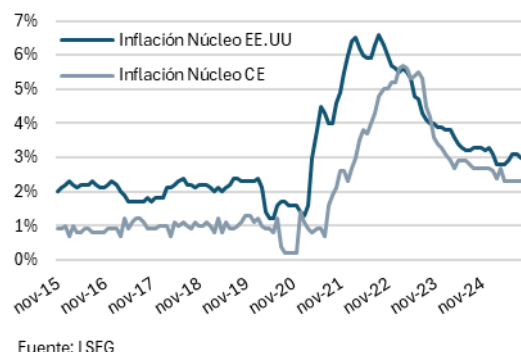
Los reportes más recientes de inflación global, en parte retrasados por el cierre temporario de la administración americana, siguen siendo bastante contundentes, mostrando una tasa de crecimiento en los precios relevantes que no pareciera disminuir, manteniéndose cercana al 3% anual, o bastante por encima del objetivo de política, al menos en EE.UU. (**Figura 1**). El último registro disponible de inflación núcleo del índice de precios al consumidor en EE.UU., mes de septiembre, ascendió a 0,2% mensual y 3,0% anual, o por sobre los niveles del mes previo. Asimismo, el índice de gasto personal (*Core PCE*), indicador preferido por la *FED*, ascendió en el mismo mes 0,2% mensual y 2,8% en 12 meses, confirmando una meseta inflacionaria elevada. El tema precios pareciera estar mucho más controlado en la comunidad europea (C.E.), donde la inflación núcleo del índice armonizado bajó 0,5% en el mes de noviembre, manteniéndose en 2,4% anual, a pesar del shock tarifario reciente.

Algo similar denotan los precios pagados reportados en la encuesta del *ISM* (*Institute for Supply Management*) que siguen sorprendiendo al alza, lo mismo que los precios de exportaciones e importaciones. Confirmando la complejidad del tema inflacionario actual en los EE.UU., un estudio de la Reserva Federal de San Francisco indica que 2/3 de los propulsores actuales de inflación son explicados por componentes de demanda. Igualmente, muchos analistas especulan que la incidencia de la oferta, o la introducida por la suba de aranceles comerciales, todavía no se ha traducido en aumentos generalizados de precios, pero se tendrían que empezar a observar en los próximos meses, a medida que los aranceles se afirman en sus niveles actuales. La **Figura 2** muestra una estimación del Banco Barclays, aludiendo que la inflación americana el año próximo probablemente se mantenga en el rango del 3% - 4%, sostenida por el efecto aranceles.

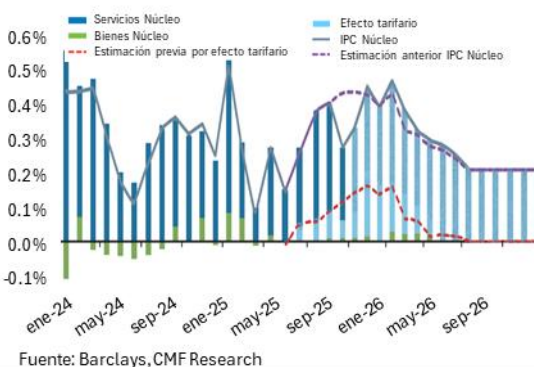
Datos recientes corroboran el impulso de la demanda sobre la inflación actual, caracterizando una relativa resiliencia del consumidor americano (**Figura 3**), particularmente en un contexto de cierta debilidad en el mercado laboral. Mientras se espera el reporte convencional del mercado laboral en EE.UU., publicado por el *BLS* (*Bureau of Labor Statistics*), también afectado por el cierre de la administración pública, el último reporte de empleo del *ADP* (*Automatic Data Processing*) menciona una fuerte desaceleración del crecimiento del empleo. Contrariamente, los pedidos por seguro de desempleo bajaron en el mes de noviembre, insinuando que el mercado de trabajo se ha más bien paralizado, sin destruir puestos, posiblemente a la espera de una confirmación más firme de la continuidad de algunas políticas, en particular la arancelaria.

Mientras tanto, el impacto de los mayores aranceles en los costos de producción ya comienza a ser un desaliento para la inversión. Lo mismo reflejan encuestas empresariales que proyectan la inversión corporativa para los próximos años, que asimismo confirman la esperable desaceleración de la inversión en inteligencia artificial, que tuvo un récord irrepetible este año (**Figura 4**).

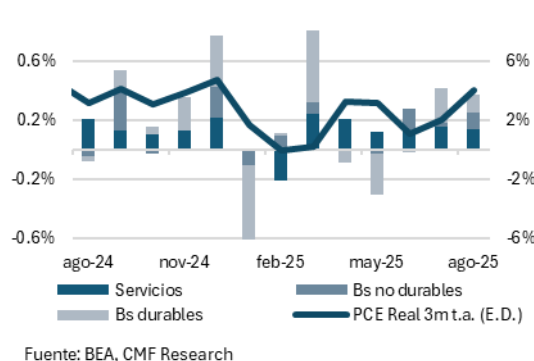
F1. Índices inflacionarios amenazados



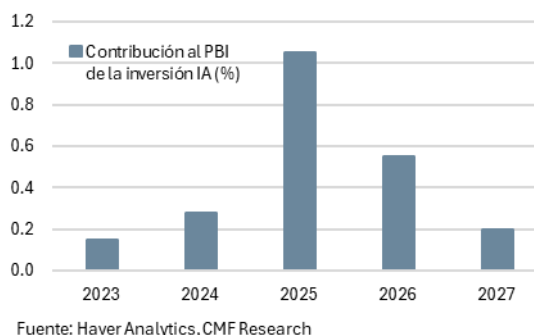
F2. La presión arancelaria sigue pendiente



F3. El consumidor americano no se rinde



F4. Las decisiones de inversión anticipan desaceleración económica



II. La FED nuevamente en la encrucijada

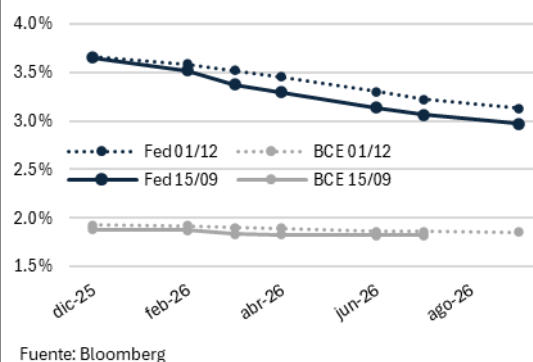
Durante su presentación a la prensa, luego de decidir una nueva baja de tasas en octubre, el presidente de la *FED*, Jay Powell, reconoció que la próxima decisión del Comité de Política Monetaria sería mucho más desafiante. Los datos de inflación siguen altos, también las expectativas a futuro, y la economía no pareciera estar tan débil como se temía en algún momento del pasado. Esa postura causó una gran sorpresa entonces, aumentando las dudas sobre la posible decisión final de la *FED* en su próxima reunión del 10 de diciembre. Pero desde entonces, los participantes del mercado volvieron a convencerse de que la tasa de referencia (*Fed Funds*) será 25pbs más baja antes que termine el año (**Figura 5**).

La convicción de una baja rápida y pronunciada de tasas cortas existente en el mercado financiero es fiel reflejo, casi exclusivamente, de una preocupación concentrada en el mercado laboral americano. Ausentes aún los datos oficiales, los indicadores alternativos anticipan una fuerte desaceleración del crecimiento del empleo, sin mayor impacto sobre el nivel de empleo actual, y un efecto marginal sobre el nivel de desempleo. Mientras otros indicadores económicos/financieros parecieran corroborar una realidad económica relativamente saludable. Un sólido crecimiento de las ventas minoristas ex autos en septiembre, del 0,3% mensual, y órdenes de bienes durables aumentando al 0,5% mensual, en su estimación preliminar del mismo mes, denotan una demanda todavía resistente. En la misma sintonía, condiciones financieras siguen mejorando paulatinamente a posiciones abiertamente pro-crecimiento (**Figura 6**).

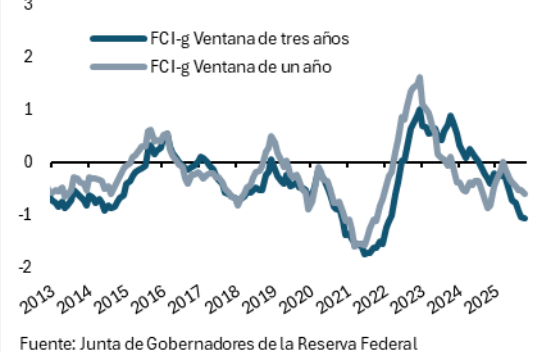
En sintonía con el comportamiento descrito de la demanda de consumo, las expectativas de inflación no sólo no han mejorado en los últimos meses, sino todo lo contrario. La **Figura 7** compara las expectativas de inflación en EE.UU. y la CE en los próximos 12 meses, mientras que la **Figura 8** hace lo propio con las proyectadas implícitamente en el mercado de *swaps* en 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 el des-anclaje aparente 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. Aún así, el riesgo de una persistencia inflacionaria pareciera estar totalmente subestimado, tanto por políticos como por mercados. Tal vez ello plasma la perspectiva de un cambio radical en el liderazgo de la autoridad monetaria a partir de mayo 2026, cuando llega a su fin el término de J. Powell. El director del consejo económico de la Casa Blanca, Kevin Hassett, pareciera ser el máximo candidato para suceder a Powell, anticipando un sesgo más pro-crecimiento que el actual. Sin embargo, no hay que olvidar que el presidente de la *FED* no posea autoridad ejecutiva en materia monetaria; la misma responde a un comité, donde, muy probablemente, la prudencia siga predominando a pesar del cambio de algunos miembros.

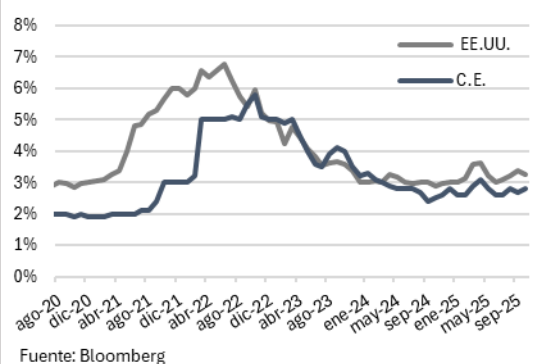
F5. Expectativas de tasa de política monetaria



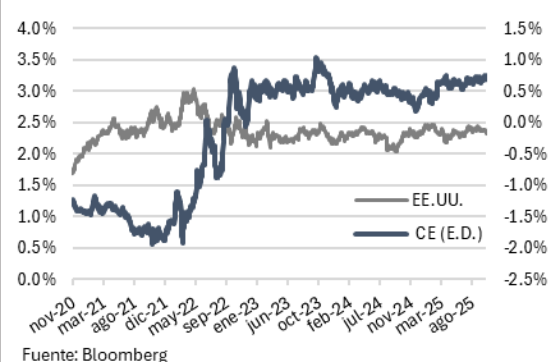
F6. Condiciones financieras relajadas



F7. Expectativas inflacionarias de corto plazo



F8. Expectativas inflacionarias de mediano plazo



III. Tasas largas a la deriva

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 50pbs mientras que la del bono a 10 años se redujo 20pbs (**Figura 9**). Un confiado pronóstico 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 comentada en la sección previa.

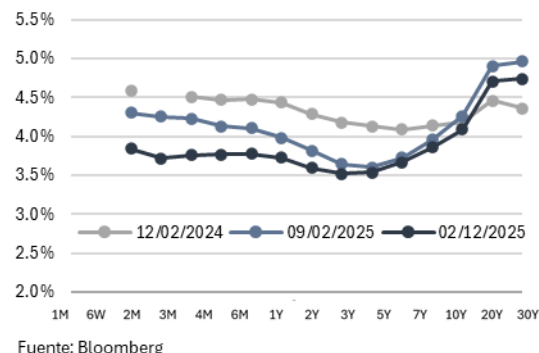
El movimiento reciente de las tasas largas americanas ha sido notable, particularmente luego del pasaje de la última Ley fiscal en EE.UU, la llamada *BBBA* (gran, bella ley en inglés), que sencillamente pareciera demostrar muy poca preocupación por su impacto de largo plazo, empeorando la expectativa de déficit y proyección de deuda pública en los próximos años. De la misma manera, la relativa estabilidad de tasas largas contrasta con la avanzada solapada del presidente Trump contra la independencia de la autoridad monetaria del país, aunque recientemente contestada por una justicia independiente, que ha bloqueado el despido de una gobernadora, Lisa Cook, en base a una causa bastante discutible, que además precede su nombramiento oficial.

Algunos participantes del mercado financiero 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* (omitiendo su relativa 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.

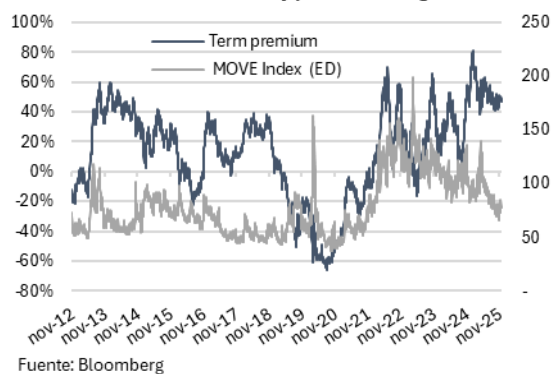
También es curioso que, a pesar de los riesgos inflacionarios mencionados y la incertidumbre de política en general, tanto la prima de riesgo como la volatilidad de los bonos se han mantenido relativamente baja en los últimos meses, o en los niveles históricos típicos de tasas nominales muchísimos más bajas (**Figura 10**).

La fragilidad implícita de los bonos de largo plazo puede estar contenida en el futuro inmediato por el fin del desarme de la *FED* de su tenencia de bonos soberanos (**Figura 11**). Con una duración media en la cartera de la *FED* de más de 9 años, o muy por arriba de la duración media de los bonos en circulación, la menor oferta de la *FED* puede bien amortiguar el impacto de las políticas, o de la incertidumbre en general, sobre el horizonte más alejado en el tiempo (**Figura 12**). En conclusión, en el corto plazo, y ayudado por una nueva baja de tasas de fondeo, la tasa de interés de largo plazo puede caer un poco más. Pero la evaluación de riesgo implícita en el mercado no deja mucho espacio para sostener tasas largas más bajas.

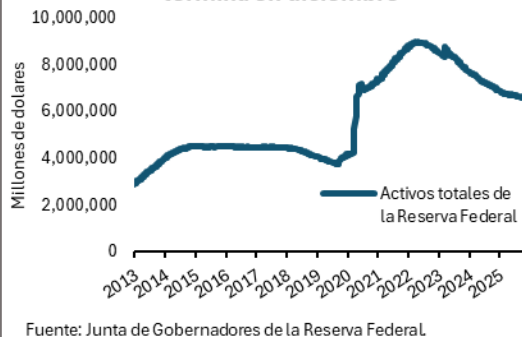
F9. Fed Funds y la curva de rendimientos



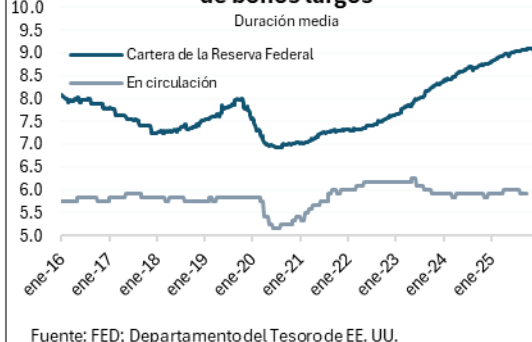
F10. Tasas reales y prima de riesgo



F11. El desarme de bonos largos termina en diciembre



F12. Fin de QT reduce notablemente la oferta de bonos largos



IV. Deconstruyendo valuaciones artificialmente inteligentes

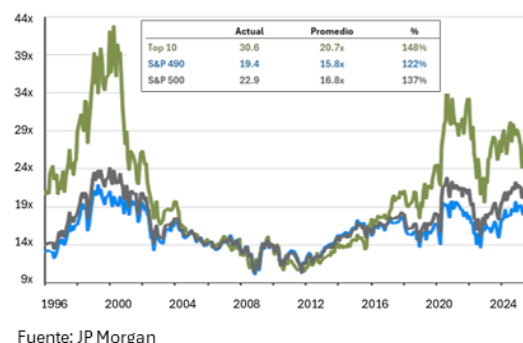
Las inquietudes señaladas sobre distintas amenazas a la prima de riesgo son contemporáneas con *spreads* crediticios en sus mínimos históricos. Sin embargo, comienza a haber una mayor tensión en el mercado de crédito privado, donde la competencia por nuevo financiamiento es cada vez más marcada. Un ejemplo, muy revelador, fue el fuerte castigo en términos de *spreads* sufrido recientemente por algunos jugadores relevantes de la carrera IA, que no tienen el respaldo de sólidos *cash flows* de las empresas líderes, como fue el caso de Oracle y Softbank en su búsqueda por financiamiento.

En el plano accionario, las valuaciones continúan siendo muy elevadas desde cualquier perspectiva histórica, desafiando cualquier escenario recesivo o de revés en la política económica (**Figura 13**). Los triunfos demócratas en Virginia, Nueva Jersey, y Nueva York, más las últimas encuestas de popularidad, insinúan una pérdida de apoyo importante del gobierno, a meses de las elecciones intermedias. La administración Trump ha sido muy pro-mercado, pero sólo el *Bitcoin* luce comportarse como un “*Trump trade*” frente a la posible adversidad, aunque en parte tiene que ver con un activo muy apalancado reaccionando a las primeras tensiones del mercado de crédito. A los valores actuales, las acciones americanas todavía representan una relación de precio sobre ganancias muy superior al promedio histórico, en parte sostenidas por pocas compañías, líderes en la revolución de la tecnología de la información, que continúan sorprendiendo por sus buenos resultados (**Figura 14**).

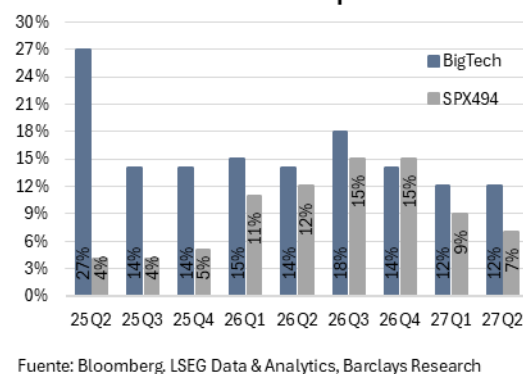
Un elemento distintivo del proceso de inversión en IA actual es que se financia mayormente por excesos de retornos o efectivo disponible, muy diferente del período DotCom, donde las empresas invertían 140% de ese mismo efectivo (contra 60% en IA - **Figura 15**). Sin embargo, esa aparente robustez no ha sido capaz de blindar el sector de una mayor volatilidad en las últimas semanas, con rendimientos en el índice accionario *SPY* menores a cualquier bono de grado de inversión o de alto rendimiento. El mayor costo financiero de empresas que invierten en IA con financiamiento externo ya comentado es otro de los indicadores que las valuaciones actuales comienzan a generar muchas más dudas que en el pasado. Dicho esto, los principales bancos de inversión todavía esperan un retorno en el mercado accionario americano de 4% al 17% durante 2026.

Como fuera señalado, en un escenario inflacionario o de debilidad institucional creciente para el dólar, los *commodities* vuelven a ofrecer una alternativa defensiva atractiva (**Figura 16**). Vale aclarar, que el presente contexto tal vez sea menos beneficioso para el petróleo en particular, enfrentando la amenaza de una normalización de la oferta rusa y venezolana, y su impacto en el precio. Otros beneficiados de la actual realidad económica global son los activos de países emergentes, que debieran continuar ofreciendo una buena fuente de diversificación también en 2026. En el universo emergente nunca hay que dejar de contemplar las características más idiosincráticas, donde Argentina pareciera ofrecer una nueva oportunidad.

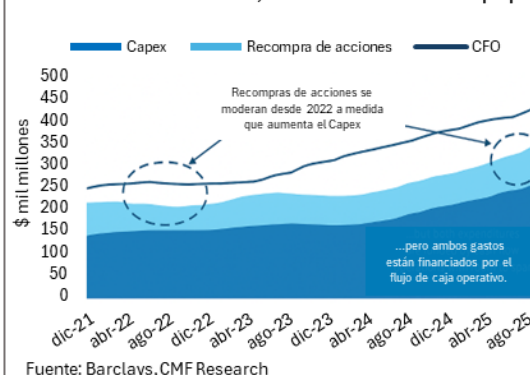
F13. Valuaciones accionarias



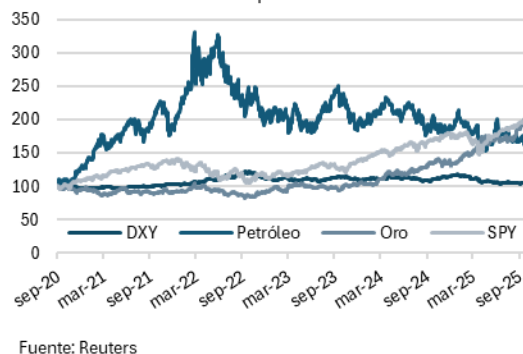
F14. Retornos excepcionales



F15. A diferencia del DotCom, la IA se financia con recursos propios



F16. Los commodities como reserva de valor
base sep-2020=100



V. Argentina: una nueva gran oportunidad

Aunque las tensiones cambiarias asociadas a la etapa electoral eran inevitables, la experiencia de los últimos meses evidenció en toda su dimensión los peligros de una política polarizada como la argentina. Afortunadamente, las elecciones confirmaron un amplio apoyo al programa de gobierno y el rechazo a las recetas del pasado. Concretamente, las nuevas mayorías en el Congreso de la Nación le garantizan al gobierno poder de bloqueo ante cualquier avanzada populista, así como una mayoría amplia para progresar en las reformas pendientes, por ahora principalmente la laboral, un nuevo saneamiento administrativo y una simplificación impositiva (**Figura 17**).

El acto electoral también ayudó a confirmar el compromiso fiscal del gobierno, que no se vio afectado por el calendario, como solía ser el caso en el pasado (**Figura 18**). Y la disciplina fiscal permitió moderar el impacto de las tensiones cambiarias sobre la dinámica inflacionaria. Obviamente, un sólido apoyo institucional del gobierno americano colaboró fundamentalmente para mantener cierto equilibrio nominal, pero, al mismo tiempo, la fuerte depreciación sufrida por el peso no se trasladó en un aumento relevante en los índices inflacionarios. La inflación del mes de noviembre se espera haya sido cercana al 2,5%, pero la perspectiva a la baja inflacionaria se ha mantenido, como lo confirma la encuesta a analistas del mercado que publica el Banco Central de la República Argentina (**Figura 19**).

El nivel de actividad económica también pareciera volver a mostrar signos de recuperación, luego de un par de meses difíciles (**Figura 20**). El mismo viene sostenido por una fuerte mejora en la confianza del consumidor, y la confianza del gobierno, medidos por la Universidad Torcuato Di Tella, que han vuelto a los niveles pre-incertidumbre electoral. Otro elemento clave, para la normalización productiva reciente, es la mayor estabilidad lograda en el mercado monetario, con tasas bajando bruscamente para recobrar parsimonia (**Figura 21**). La volatilidad en las condiciones crediticias, observada entre mayo y octubre de este año, fueron, probablemente, la causa principal de relativo estancamiento económico que se vivió cerca de las elecciones de mediano término. Igualmente, todavía falta afianzar los logros en política monetaria recientes, con una mayor institucionalidad, que evite la repetición del abuso regulatorio que se vivió en los últimos meses y promueva la previsibilidad de la misma política y de sus instrumentos.

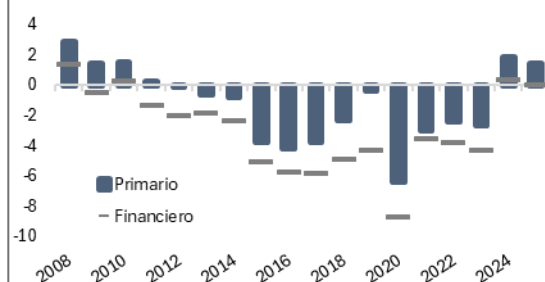
La gran noticia electoral, y la aparente ruptura con las políticas del pasado, se tradujeron inmediatamente en una fuerte baja del riesgo país y de la brecha cambiaria (**Figura 22**). De todas formas, el riesgo país argentino sigue compitiendo con soberanos con grandes desafíos como Rusia y Bolivia, y todavía está por sobre los mismos de Ecuador, Angola, El Salvador, Nigeria, Pakistán y Egipto. Lamentablemente, el pasado nos condena. 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 que tiene costos altísimos y duraderos, como se está verificando.

F17. Un Congreso más alineado con reformas

	Diputados				Senadores			
	Vieja Composición		Nueva Composición		Vieja Composición		Nueva Composición	
	#	%	#	%	#	%	#	%
TOTAL	257	100%	257	100%	72	100%	72	100%
La Libertad Avanza + Pro	79	31%	110	43%	13	18%	24	33%
Oposición Dura	103	40%	101	39%	34	47%	28	39%
UxP	98	38%	97	38%	34	47%	28	39%
Izquierda	5	2%	4	2%	0	0%	0	0%
Oposición Blanda	75	29%	46	18%	25	35%	20	28%

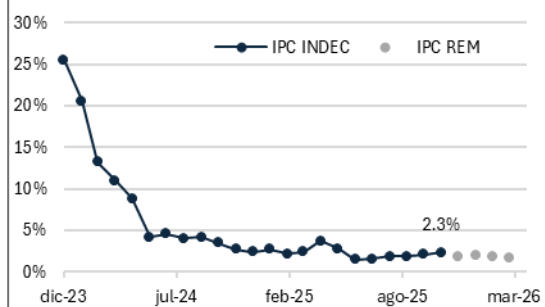
Fuente: 1816, CMF Research

F18. La disciplina fiscal resistió la estacionalidad electoral
- resultado primario y financiero como % del PBI -



Fuente: CMF Research, BCRA, INDEC, MECON

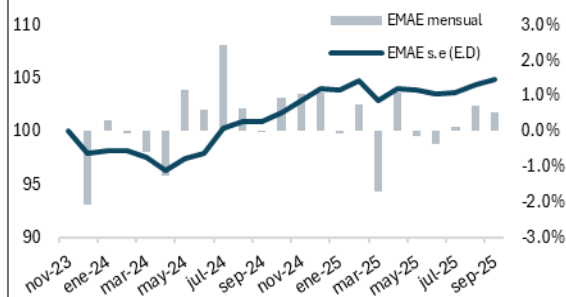
F19. Pass-through cambiario contenido



Fuente: INDEC, BCRA

F20. Indicadores mixtos de actividad

Serie desestacionalizadas, base nov-23=100



Fuente: INDEC

Producto de nuestra historia, el financiamiento de la renovación de la deuda del sector público sigue siendo el gran desafío a futuro. Durante el año 2025, el gobierno no pudo comprar reservas internacionales, pero el superávit comercial, junto con el crédito privado, sirvieron para satisfacer más de USD33mm de demanda privada, incluyendo turismo y atesoramiento. La realidad es que la ayuda extraordinaria del Fondo Monetario Internacional, y más recientemente, el apoyo de la administración Trump, permitieron al gobierno sobrellevar un año complejo.

En lo que respecta al año próximo, el primer mes post elecciones intermedias sugiere una mucho mejor perspectiva respecto al financiamiento neto del exterior. Primero, las corporaciones argentinas fueron los primeros en aprovechar el cambio de humor, emitiendo casi USD 5 mm en bonos internacionales, sólo en el mes de noviembre (**Figura 23**). Segundo, el gobierno ya lanzó una oferta de bonos en dólares que vencen en 2029, esperando una tasa final en el rango de 8%-9% y unos USD 4 mm de financiamiento bruto. Tercero, una estabilidad nominal sostenida puede permitir algo de remonetización, generando demanda genuina por pesos que debieran surgir del mercado cambiario, dado el superávit fiscal actual. Sólo la remonetización que genera el crecimiento nominal podría ofrecer USD 8-9 mm de reservas; incorporar la recuperación de niveles de monetización del gobierno de Macri, que implicarían otros posibles USD 20 mm!

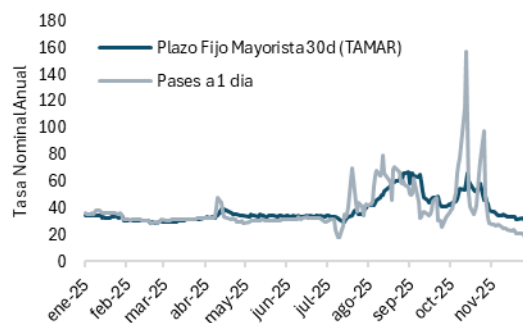
Una firme confianza en la mejora del panorama financiero externo es lo que explica que el gobierno no se apresure a comprar reservas internacionales, aun a pesar de las exigencias del Fondo Monetario. Es verdad, que un esquema de compra de reservas podría ser un catalizador muy efectivo para darle un salto de calidad a la situación financiera del gobierno. Pero en el contexto actual, ello implica arriesgar un cambio en la política cambiaria que tanto le ha servido a esta administración. Por ello, es lógico esperar que el gobierno vaya evaluando como se da el sendero previsto, para ir corrigiendo en la medida de lo necesario, pero no anticipándose a la continuación de un escenario adverso o un mercado externo que sigue cerrado.

Como comentáramos repetidamente, el ajuste fiscal logrado permite anticipar que la razón deuda pública neta/PBI va camino a reducirse de 48% en octubre de 2023 a menos de 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**). El año próximo ofrece una nueva gran oportunidad, con una confianza mejorada en los mercados internacionales luego de las elecciones intermedias, y la estabilidad local ganando robustez y sustentabilidad, para brindar políticamente el plan de las autoridades.

GCañonero

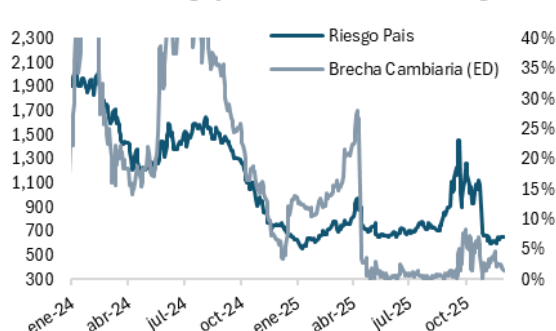
Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/o omisión del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

F21. Volatilidad de tasas normalizándose



Fuente: CMF Research, BCRA

F22. Prima de riesgo y brecha cambiaria convergiendo



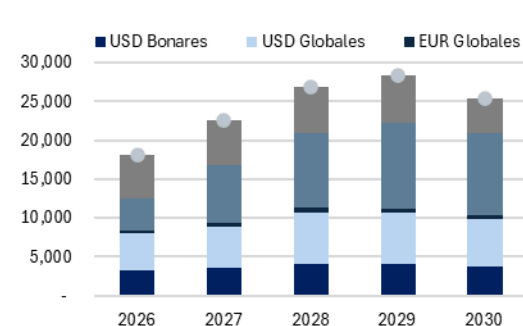
Fuente: CMF Research, Reuters

F23. Se abre el mercado externo



Fuente: CMF Research

F24. Vencimientos en dólares



Fuente: CMF Research, 1816, FMI