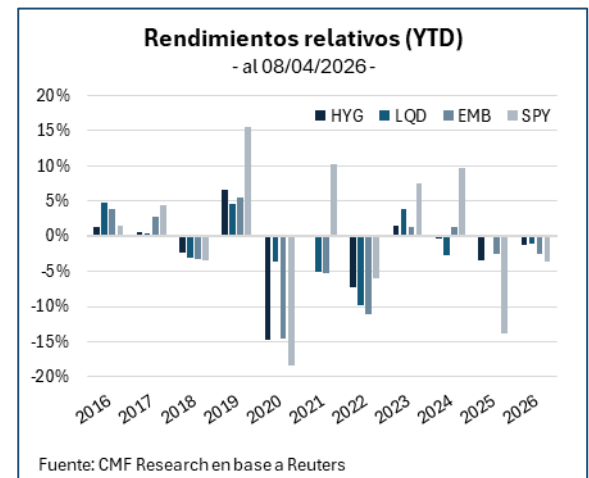
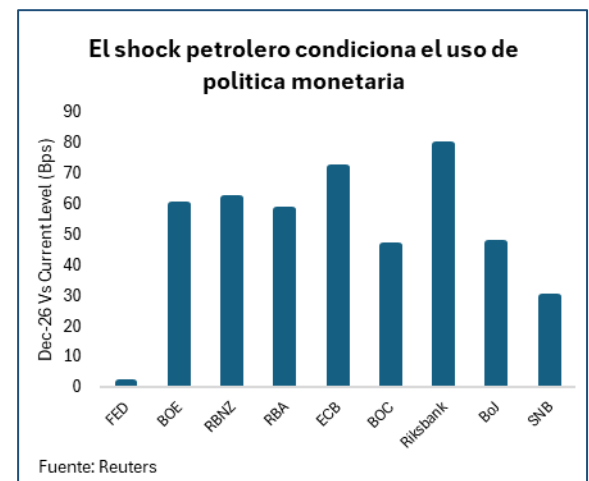
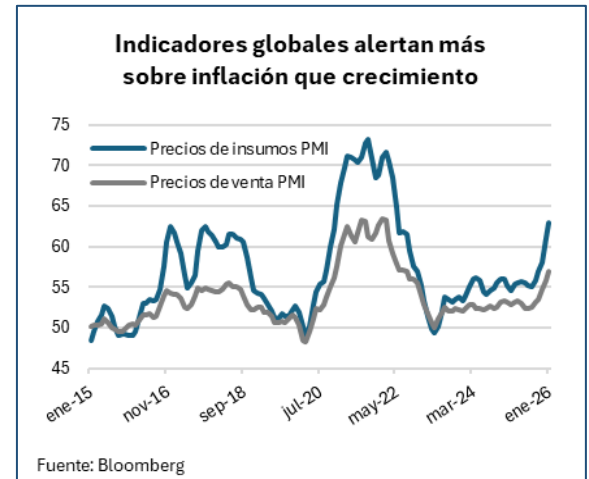


10 de abril de 2026, Vol 6, #1

## Guerra de pocos, problemas de muchos

- **Los efectos económicos de la guerra en Irán simplemente potenciaron las dudas existentes en los países centrales sobre los mercados de crédito privado, el gasto de capital de las grandes empresas tecnológicas y sus valuaciones, y la sustentabilidad fiscal del mundo desarrollado.** La reciente tregua luce frágil, pero pareciera confirmar que la administración americana necesita una rápida normalización del precio de la energía. De todos modos, el daño estructural llevará meses en reparar y la hostilidad pasada exigirá un premio perdurable sobre el petróleo y demás productos afectados, particularmente los alimentos. En virtud de esta realidad, la inflación seguirá alta, afectando negativamente al ingreso disponible y los márgenes empresariales, y la economía global se debilitará.
- **En el corto plazo, una mayor inflación también condicionará la capacidad de la política monetaria a amortiguar el shock.** El mercado financiero ya anticipa que los principales bancos centrales del mundo subirán sus tasas de instrumento en lo que resta del año. La única excepción es la Reserva Federal, parcialmente favorecida por un mandato dual, que también pondera las condiciones de crecimiento. Igualmente, la última minuta del Comité Federal de Mercado Abierto ya reveló una preocupación elevada sobre los niveles de inflación, con algunos miembros sugiriendo que la próxima decisión de política bien pudiera considerar una suba de su tasa de referencia. Mientras tanto, los últimos indicadores de actividad confirmaron una economía americana bastante resiliente.
- **Una férrea confianza en las ganancias tecnológicas pareciera contener el riesgo accionario, temporalmente afectado por la suba de las tasas reales de interés.** Las acciones globales cayeron menos del 3% una vez que se incorpora la mejora lograda después de la tregua anunciada el pasado martes. Y gran parte de esa caída es explicable por la suba de la tasa de descuento. En otras palabras, el mercado accionario no ha incorporado todavía ningún riesgo de desaceleración económica o de empeoramiento en las condiciones de negocios. En este contexto, los bonos parecen ser una alternativa más defensiva para los cautelosos.
- **Argentina: todavía padeciendo las condenas pasadas.** Las mejoras fundamentales logradas post elecciones 2025, reforma laboral incluida, ayudaron al gobierno a comprar reservas y mantener una sólida estabilidad cambiaria. Pero ese progreso no ha permitido aún reducir el riesgo del país heredado, mientras que la inercia inflacionaria, también histórica, ralentiza la desinflación y generaliza cambios de precios relativos. Romper con el pasado todavía es el principal desafío, y sólo la persistencia permitirá ese quiebre positivo.



## I. El shock petrolero anticipa inflación y desaceleración económica

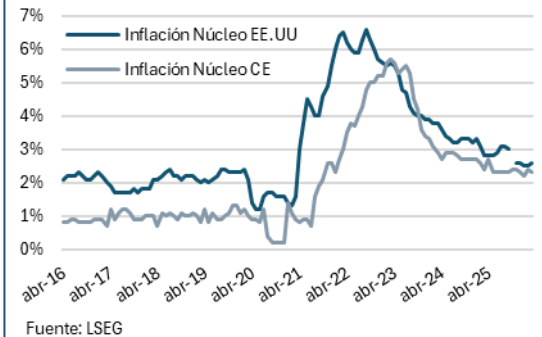
Aunque frágil, la tregua anunciada el martes pasado alimenta la esperanza de algún tipo de resolución en el conflicto del golfo Pérsico. La administración americana, al menos, pareciera revelar su necesidad por una rápida normalización del mercado energético (explicando el inusual “permiso” para que Rusia, y principalmente Irán, hayan seguido exportando). Indistintamente, el daño estructural llevará meses reparar y la hostilidad pasada exigirá un premio perdurable sobre el petróleo y demás productos afectados, particularmente los alimentos. En virtud de esta realidad, es esperable que la inflación siga alta, afectando negativamente al ingreso disponible y los márgenes empresariales, y que la economía global se debilite.

Los últimos registros disponible de inflación núcleo en EE.UU y Europa no reflejan fielmente la reciente presión de precios (**Figura 1**). Para ello vale más utilizar los indicadores de alta frecuencia de precios de insumo y de venta reportados en las encuestas del *ISM (Institute for Supply Management)*, ilustrado en la portada de este documento. Alternativamente, el mercado de petróleo a futuro plasma perfectamente el shock experimentado desde fines de febrero, donde los contratos cortos se sitúan en 98 dólares por barril de WTI, o 46% por sobre el mismo precio antes de los primeros ataques a Irán, y aún después del alivio que significó el anuncio de la tregua reciente. Más interesante todavía, el mismo contrato futuro a diciembre del 2026 que cotiza cerca de los 75 dólares por barril, 30% por encima del precio de fin del 2025 (**Figura 2**).

A diferencia de Europa y Asia, que son importadores netos de energía, y como tales recipientes directos del shock de estos precios, hoy los EE. UU. exportan petróleo y gas licuado. Además, el producto bruto interno de EE. UU. tiene una baja intensidad en el uso de petróleo como insumo. La **Figura 3** compara distintos indicadores referidos a esa dependencia petrolera con respecto a la situación existente hace 45 años, o durante los shocks petroleros de los 70s. En otras palabras, cabe parafrasear los dichos del Secretario del Tesoro Americano John Connolly en 1971, en ese momento referido al dólar, que la guerra es una guerra americana pero un problema global.

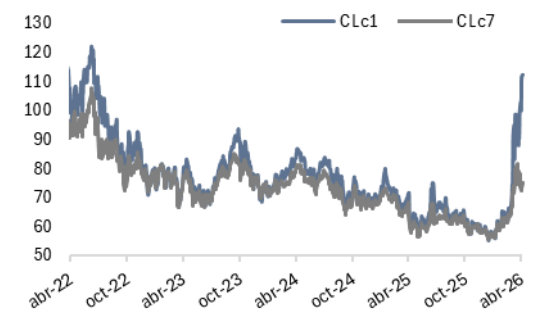
De todas maneras, tanto los indicadores de confianza como las encuestas sobre planes de inversión, tanto en EE. UU. como en Europa y Japón, parecieran todavía no incorporar los riesgos asociados a un mayor precio de la energía (**Figura 4**). Es más, muchos bancos de inversión traducen esta percepción en modificaciones marginales de sus proyecciones de crecimiento e inflación globales. En contraste con esa visión optimista de la economía, la suba del precio de la gasolina ha precipitado a sus mínimos el apoyo al gobierno del presidente Trump, en un contexto donde se exagera la discusión sobre asequibilidad. Mientras el *Wall Street Journal* publica un artículo, donde señala la creciente costumbre de vender el plasma sanguíneo para obtener un ingreso adicional, necesario en momentos donde los costos de vivienda y servicios básicos crecen mucho más rápidamente que los ingresos laborales.

**F1. Índices inflacionarios amenazados**



Fuente: LSEG

**F2. Los futuros de petróleo anticipan presión**



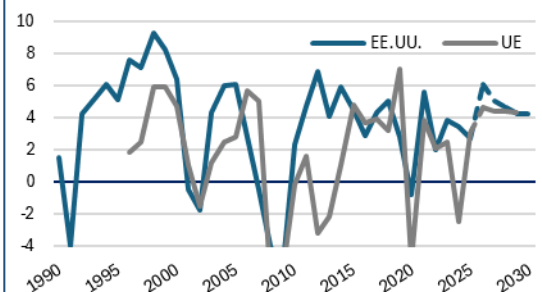
Fuente: CMF Research, Reuters

**F3. Vulnerabilidad a shocks de petróleo**

	1978	Actualidad
Irán como % de la prod. mundial de petróleo	8.5	5.2
Medio Oriente como % de la prod. de petróleo	34.3	31.0
EE. UU. como % de la prod. de petróleo	15.6	18.9
Intensidad petrolera del PBI de EE. UU.	1.5	0.4
Inflación núcleo de EE. UU.	6.9	3.0
P/E de EE. UU.	8.0	29.0
Pasajeros del Aeropuerto Int. de Dubai (MM)	2.1	92.3

Fuente: Our World in Data, FRED

**F4. Se espera que la inversión siga apalancada en la IA**  
- % PBI -



Fuente: CMF Research en base a Barclays

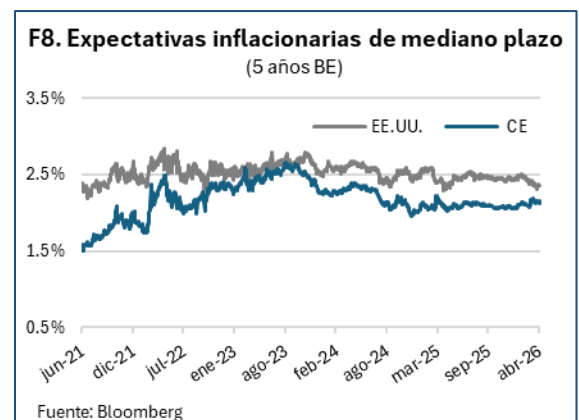
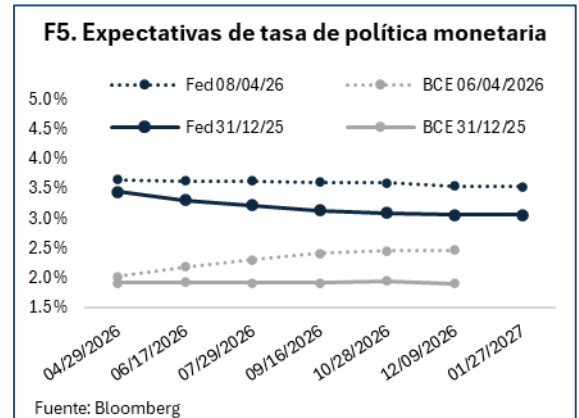
## II. Bancos Centrales condicionados

Una mayor inflación también condicionará la capacidad de la política monetaria a amortiguar el shock energético. El mercado financiero ya anticipa la necesidad de los principales bancos centrales del mundo de subir sus tasas instrumento en lo que resta del año. Un ejemplo relevante es la expectativa de una suba de 60pbs del Banco Central Europeo, en una economía que ya insinúa ciertos signos de enfriamiento. La única excepción es la Reserva Federal, parcialmente favorecida por un mandato dual, que también pondera las condiciones de crecimiento. Igualmente, la última minuta del Comité Federal de Mercado Abierto ya reveló una preocupación elevada sobre los niveles de inflación, con algunos miembros sugiriendo que la próxima decisión de política bien pudiera considerar una suba de su tasa de referencia. Las propias proyecciones de la FED y de participantes del mercado, todavía anticipan una baja de 25pbs en su tasa de fondeo hacia final del año (**Figura 5**).

El empeoramiento en las condiciones financieras ya se vislumbra en los distintos indicadores de mercado (**Figura 6**). Igualmente, la fuerte moderación esperada en la política monetaria americana convive con signos de relativa resiliencia en la demanda minorista, o el mismo mercado laboral. El dato de empleo de marzo fue muy bueno, borrando parcialmente las preocupaciones generadas por un febrero más bien decepcionante. El crecimiento del empleo no agrícola americano sigue mostrando una suave desaceleración, aunque en parte explicable por la dramática política anti-migratoria de la administración Trump, que ha revertido el aporte de los inmigrantes en la oferta laboral americana, que en momentos llegó a representar casi 2/3 de la oferta marginal.

El fuerte ajuste en las proyecciones de tasas de interés y condiciones financieras post 28 de febrero ha sido fundamental para contener el impacto del shock petrolero en las expectativas de inflación. La **Figura 7** ilustra el cambio en dichas expectativas de corto plazo, utilizando la conciliación entre tasas fijas y tasas reales a dos años (2Y *breakevens*), mientras que la **Figura 8** muestra los mismos contratos a cinco años. La suba de expectativas inflacionarias de corto plazo es prácticamente inevitable, colocando los pronósticos implícitos en las valuaciones de mercado en una inflación de 3,3% para EE. UU. y 2,6% para la CE, desde valores de 2,7% y 1,7% respectivamente antes del conflicto bélico. Al mismo tiempo, es notable la estabilidad de las mismas expectativas en el mediano y largo plazo.

El anclaje de las perspectivas nominales, a los acontecimientos recientes, sin duda fue facilitado por la decisión del presidente Trump de nominar a Kevin Warsh como reemplazo de J. Powell, cuando termine su mandato en la FED, a partir de mayo 2026. Warsh era, probablemente, el candidato más “neutral” y menos politizado de los posibles nominados, y su elección trajo una gran tranquilidad al mundo inversor. El día del anuncio, tanto el oro como la plata, alternativas en el proceso de detracción del dólar, cayeron fuertemente.



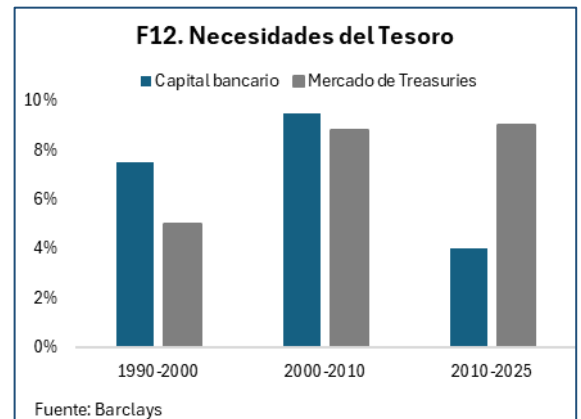
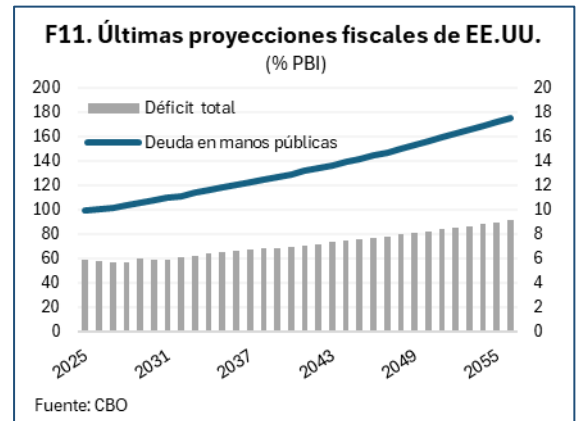
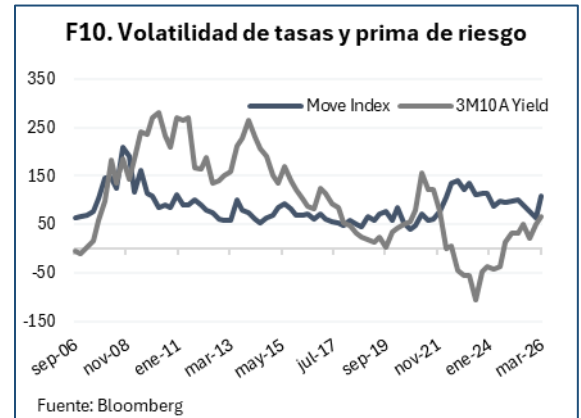
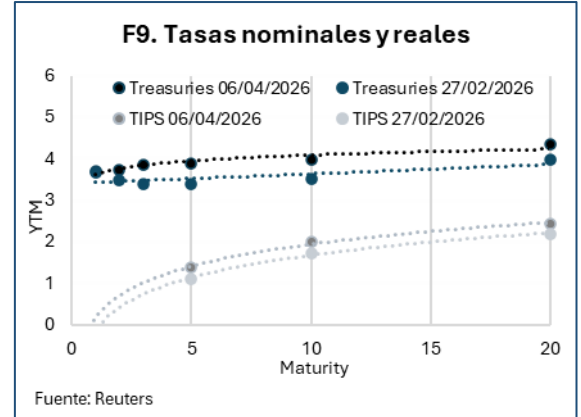
### III. La situación fiscal agrega fragilidad financiera

En los primeros días del conflicto en el golfo, ha sido notable la inusual conjunción de fuerte caída de los mercados accionarios con subas de los tipos de interés de largo plazo. En general, un shock de oferta empuja los precios de corto plazo, amenazando con una desaceleración económica, en el extremo recesión, y empuja las tasas reales de largo plazo hacia abajo, a modo de amortiguador natural. La ausencia de este movimiento estabilizador en las últimas semanas muy probablemente se explique por el alto costo fiscal de la guerra, en un contexto de una preocupante debilidad de las cuentas fiscales en los países centrales. En síntesis, las tasas nominales a 10 años subieron casi 25pbs desde el 28 de febrero, mientras que las reales lo hicieron en casi 20pbs, alcanzando el 2% (Figura 9).

En nuestro último reporte, comentábamos la sorprendente insensibilidad de las tasas largas americanas al 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 implicancias de largo plazo, empeorando la expectativa de déficit y proyección de deuda pública en los próximos años. La guerra le devolvió esa sensibilidad al mercado, y el impacto sobre los bonos de Tesoro fue realmente aleccionador. Algo mucho más convencional y esperable, fue la suba observada en la volatilidad de los bonos del Tesoro, y su prima de riesgo implícita (Figura 10).

Algunos participantes del mercado asignaban al buen comportamiento previo de los bonos largos al aumento de recaudación explicado por los mayores aranceles, aunque eso se sabía insuficiente para compensar la baja de impuestos de la *BBBA*. Pero la decisión de la Corte Suprema del 20 de febrero del presente, de anular la mayor parte de los aranceles comerciales introducidos por la administración Trump, terminó de confirmar que las cuentas fiscales no tendrán ni siquiera esa ayuda recaudatoria. De acuerdo al último reporte de la Oficina de Presupuesto del Congreso americano (*CBO*), el déficit fiscal del presente año se proyecta en 6% del producto, que pasaría al 6,7% de autorizarse el gasto demandado por la guerra. De acuerdo al mismo reporte, la tendencia actual del déficit público llevaría el nivel de deuda federal sobre producto de 100% el año pasado a casi 180% en los próximos 30 años (Figura 11).

El fuerte crecimiento de la deuda pública en los EE. UU. ha conducido a otra fragilidad institucional muy importante, representada por su creciente desproporcionalidad frente al sistema bancario formal. La Figura 12 ilustra este fenómeno, señalando que, hasta los años 2000 el capital del sistema bancario americano excedía al tamaño del mercado de bonos del Tesoro, pero esa relación se ha ido revirtiendo en el tiempo. ¡En el presente, el mercado de bonos del Tesoro más que duplica el capital del sistema bancario! Obviamente, ha habido crecimiento de fuentes más informales de financiamiento, pero el rol del sistema bancario como estabilizador es innegable, y el mismo también ha sido víctima de la voracidad fiscal de los últimos años.



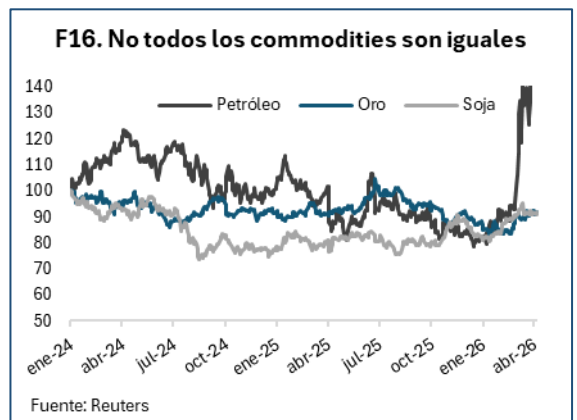
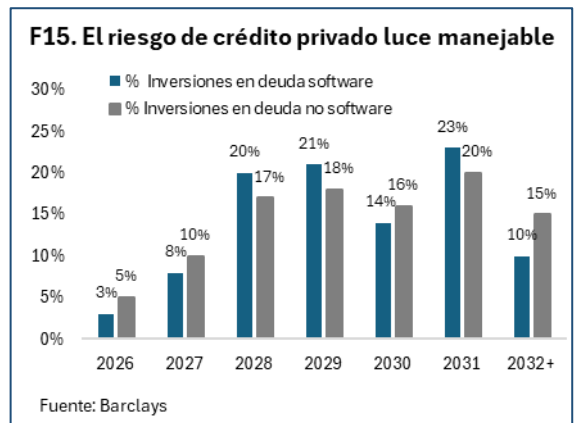
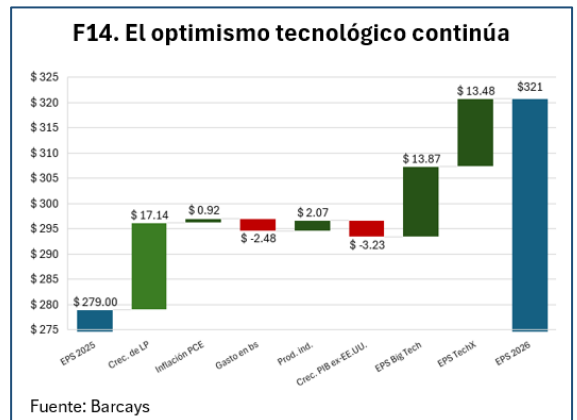
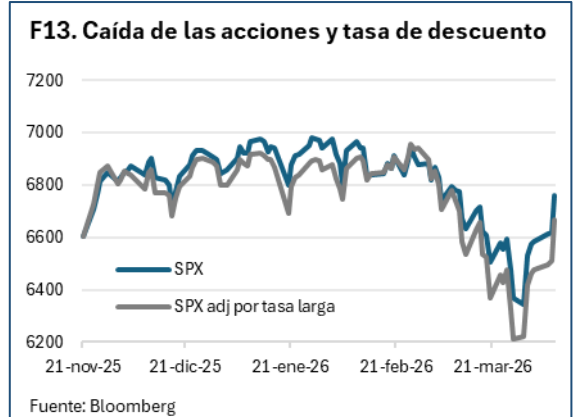
#### IV. Riesgos de guerra potenciados

El shock petrolero causado por la guerra con Irán implica un *push* de costos, que condiciona la acción estabilizadora de la política monetaria, y anticipa menor actividad y márgenes empresariales, y mayor incertidumbre en un escenario de fragilidad fiscal y estructural como la actual. Es por ello que estos shocks de oferta son usualmente muy negativos para el mercado accionario, y proporcionalmente más importantes en los países más afectados. Sin embargo, cuando uno mira el comportamiento del mercado americano de acciones, aún en el peor momento, el impacto precio era aún menor que el exclusivamente explicable por un aumento en la tasa de descuento, o la tasa real de largo plazo. La **Figura 13** grafica el índice S&P 500 y el mismo corregido por cambios observados en la tasa del Tesoro americano a 10 años. La misma permite observar que la valuación actual del S&P 500 no pareciera incorporar un mayor riesgo recesivo después de febrero 28, ni juzgara necesario contabilizar el efecto pleno de las mayores tasas de descuento en el flujo de ganancias futuras.

Un persistente optimismo en la revolución tecnológica, y el vasto alcance de la inteligencia artificial, probablemente ayude a explicar el sostenimiento de los valores accionarios actuales. La **Figura 14** muestra la descomposición de ganancias esperadas para este año por analistas del Banco Barclays, que son la norma en los pronósticos institucionales. Otra de las razones recientemente señaladas por los bancos de inversión es que, aunque la relación precio/ganancia (*P/E*) sigue alta para las 7 grandes compañías tecnológicas (33,5), su valuación relativa ha caído a un mínimo contra el 19,7 *P/E* estimado del índice que las excluye. Además, se resalta que, el *P/E* del resto de los nombres accionarios está muy cerca del promedio histórico de dicho indicador.

La creciente preocupación sobre el mercado de crédito privado, particularmente en los EE. UU., merece una mención especial. Este sector comenzó a sufrir fuertes retiros en el último trimestre del año pasado, y los mismos excedieron las nuevas inversiones en el primer trimestre del 2026. Esta situación obligó a algunos de los administradores más conocidos a imponer límites en los retiros. La **Figura 15** ilustra el perfil de vencimientos de las inversiones en estos fondos, separando las asociadas al sector *software*, que es el que genera mayor preocupación, del resto de las inversiones. Aunque se esperan más retiros, los especialistas resaltan que el buen perfil de vencimientos más las medidas de contención a las salidas, juntamente, debieran facilitar un desarme ordenado, y prevenir una contaminación de ese mercado a otros activos financieros.

Mientras tanto las *commodities* también reaccionan al shock petrolero (**Figura 16**). En este caso, mientras los alimentos reflejan los mayores costos de transporte y fertilizantes, el oro se comporta como un activo más, sufriendo la perspectiva de una mayor debilidad económica por venir, que neutraliza su inherente seguridad ante los riesgos geopolíticos, dejando al dólar como el otro gran beneficiario.



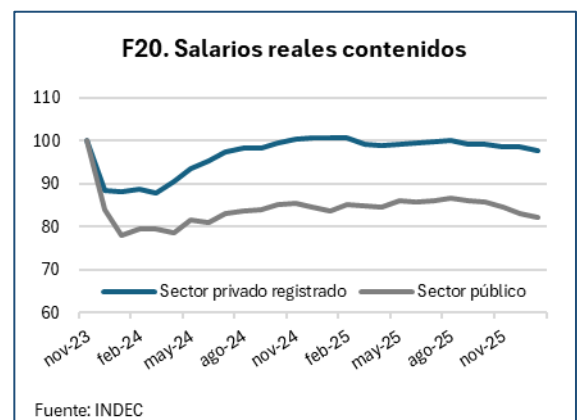
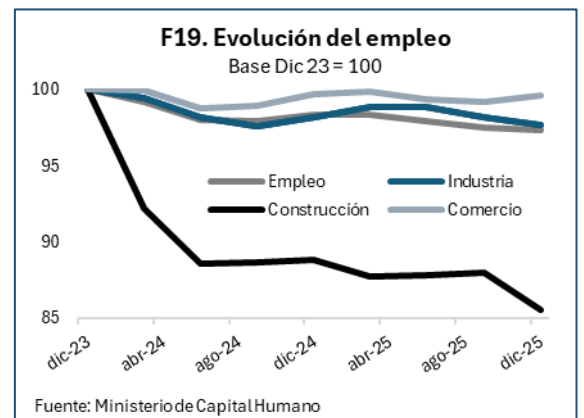
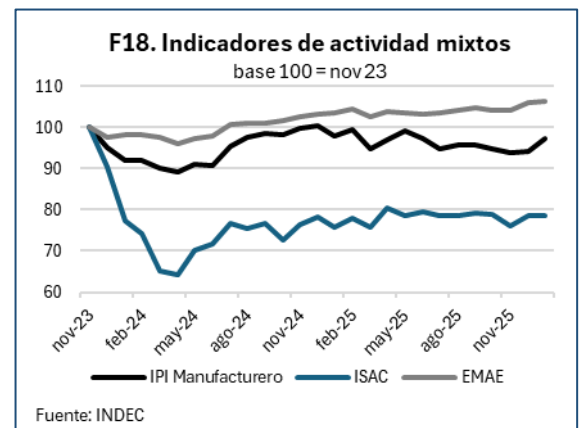
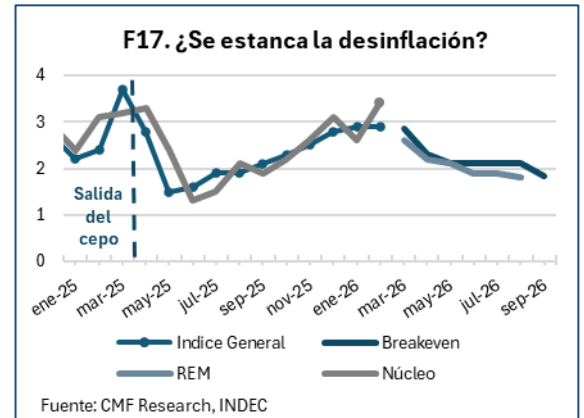
## V. Argentina: el pasado nos sigue condenando

Las mejoras fundamentales logradas post elecciones 2025, incluyendo la aprobación de un gran reforma laboral, ayudaron al gobierno a comprar reservas y mantener una sólida estabilidad cambiaria. Pero ese progreso no ha permitido aún reducir substancialmente el riesgo país heredado, ni romper la inercia inflacionaria, también histórica. Separarse del pasado todavía es el principal desafío, y sólo la persistencia permitirá ese quiebre positivo. Mientras tanto, el pasado nos condena, limitando los beneficios de los logros alcanzados.

Un claro ejemplo del lastre histórico es el comportamiento fuertemente inercial de la inflación. La semana próxima se conocerá el índice de precios al consumidor a nivel nacional, pero los datos ya reportados por CABA permiten anticipar que el INDEC mostrará un aumento cercano al 3% en marzo. El mismo marcará un nuevo incremento de la inflación, de forma casi continuada, desde abril del año pasado, agregando dudas a una posible desinflación en lo que resta del año. Este aparente estancamiento/reversión en la baja inflacionaria se puede explicar por la gran inercia que ha caracterizado el proceso inflacionario argentino, que relentiza cualquier intento de desinflación. Y además, generaliza cambios de precios relativos en el índice. Es conocido el esfuerzo del gobierno en normalizar precios tarifarios muy atrasados. Al mismo tiempo, la estabiilización económica y normalización institucional han permitido importantes ajustes en el precio de los alquileres y los alimentos, en particular la carne. Cambios en estos precios relativos eran inevitables, pero la “experiencia argentina” los hace altamente inflacionarios. Aún a pesar de la historia, en el actual contexto macroeconómico, la inflación debiera bajar en los próximos meses, como así lo espera la mayoría de los analistas (**Figura 17**).

El nivel de actividad es otro indicador que arrastra el peso de la historia. Una economía que ha mantenido crecimiento, muy a pesar del fuerte ajuste fiscal del año 2024, pero que, al mismo tiempo, experimenta cierta retracción en los sectores más intensivos en el uso del trabajo, como ser la industria y el sector construcción (**Figura 18**). Aquí es donde se hace evidente el prontuario reputacional e institucional anti-inversiones. La continuidad de las políticas actuales debiera atraer un resonante crecimiento de los sectores beneficiados, permitiendo financiar una renovación de la infraestructura nacional, generando nuevos puestos de trabajos e ingresos adicionales, alimentando el crecimiento del sector servicios, absorbiendo el empleo desplazado por los sectores protegidos del pasado.

Esa mejora laboral sólo se ve en el sector independiente, que en el pasado sufría de la inestabilidad nominal y real (**Figura 19**). Lo mismo se refeja en términos salariales, donde el empleo formal todavía no ha podido recuperar niveles alcanzados previamente (**Figura 20**). El trabajo informal, que en la Argentina es casi el 50% del empleo, comparte los beneficios de los sectores mas independientes frente a niveles nominales más predecibles y estabilidad macroeconómica.



El sector externo ofrece una de las pocas buenas noticias recientes, con un superávit comercial creciente, que ha permitido abastecer al sector privado su todavía alta demanda por dólares, de casi USD 2.000 millones por mes en lo que va del año (**Figura 21**). Esa mejora comercial, más las emisiones corporativas en dólares (**Figura 22**), y más la canalización de las compras de dólares privadas al sistema bancario, le han permitido al Banco Central comprar un poco más de USD 5.000 millones en lo que va del año, manteniendo un nivel estable de tipo de cambio nominal.

La estabilidad alcanzada en el mercado cambiario es admirable (**Figura 23**). Una política monetaria obsesionada con la eliminación de excedentes de liquidez sin duda ha fertilizado la paz reinante. Lamentablemente, un importante nivel de volatilidad en las tasas de interés ha sido el costo a pagar, así como el concomitante estancamiento en el crecimiento del crédito, desde mediados del año pasado. Esta política monetaria probablemente comparta algo de responsabilidad respecto al nivel moderado de crecimiento económico agregado. En las últimas semanas, y alentado por la robustez cambiaria lograda, el Banco Central viene tratando de reducir substancialmente el nivel de volatilidad de tasas y pareciera haberlo logrado. Queda por alcanzarse una mejora de las condiciones crediticias, que dependerá de qué tan creíble el cambio de postura de política monetaria resulte; de no mediar anuncios que parametricen los objetivos de política monetaria de alguna otra forma que sirvan como mejor guía a futuro.

Igualmente, la muy tenue recuperación de la demanda por pesos no deja de ser otro escollo resultante de un pasado de inestabilidad. Actualmente, el nivel de monetización es el mismo que a mediados del año 2023, cuando la inflación mensual era el doble de la actual, y su perspectiva muchísimo más endeble.

El perfil de vencimientos en moneda extranjera y la apatía del universo inversor por renovar esos vencimientos es sin duda el reflejo último del prontuario argentino. Sin embargo, una proyección conservadora de compra de reservas por el Banco Central prácticamente cubriría las necesidades que restan para este año. El 2027 luce un poco más exigente, y el gobierno deberá seguir acumulando reservas. Además, las autoridades muy probablemente tengan que aprovechar estacionales benignas de los próximos meses para no solamente mostrar un nuevo quiebre en la inflación y el mantenimiento de la estabilidad. Tarde o temprano habrá que testear el apetito del mercado externo y agregarle fuentes financieras nuevas al programa económico. Con suerte, el contexto externo se tranquiliza y el mundo inversor se inclina nuevamente por la deuda emergente, donde Argentina luce tener bastante margen para ganar. Cuanto más se avance en el proceso de estabilización y acumulación de reservas, y más probable se vea una continuidad de las políticas públicas, mayor la oportunidad que tendrá la Argentina para robustecer el sendero de la estabilización.

**GCañonero**

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

