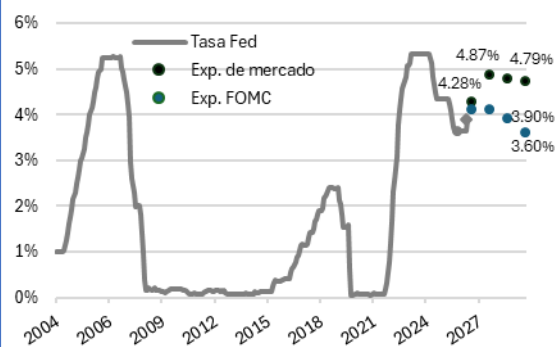


9 de octubre de 2026, Vol 6, #3

Calibrando escenarios de tasas altas, por más tiempo

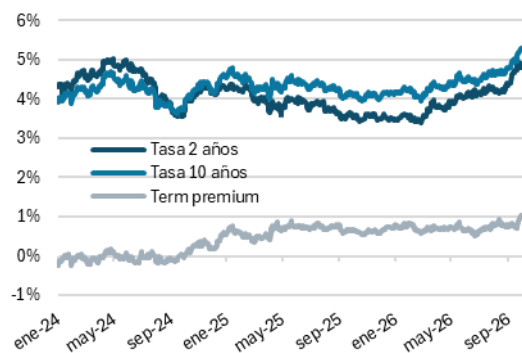
- **Un crecimiento sólido en la economía estadounidense y precios elevados de la energía, terminaron impulsando a la Reserva Federal (Fed) hacia una postura monetaria más restrictiva.** Las cuantiosas inversiones en infraestructura vinculadas al desarrollo de la inteligencia artificial (IA), junto con un consumo privado resiliente, han reforzado los riesgos inflacionarios provenientes de las tensiones en Medio Oriente. En respuesta, la Fed incrementó su tasa de referencia en 25 pbs durante septiembre y reconoció la necesidad de eventuales ajustes adicionales. En oposición, el mercado financiero espera que la tasa de Fed Funds llegue a 5%, o los niveles requeridos para quebrar el proceso inflacionario de principios del 2023, cuando la tasa de inflación era 150pbs más alta que actualmente.
- **Desde fines de agosto, toda la curva de rendimiento del tesoro americano registró un desplazamiento alcista de 50bps, sugiriendo que el impulso sobre las tasas largas refleja casi exclusivamente el recalcular de una tasa neutral más elevada.** Estimaciones de prima por plazos (*term premium*) aluden a que la reciente ola vendedora de bonos no está relacionada a una mayor preocupación fiscal o de deuda pública en EE.UU. Sin embargo, es probable que toda la renta fija global haya sufrido cierta contaminación del mercado de deuda soberana de Francia, en medio de una crítica discusión fiscal de cara a las elecciones del 2027.
- **Una economía robusta sigue justificando una postura constructiva sobre los mercados accionarios.** Igualmente, un entorno de tasas elevadas representa un riesgo creciente para las valuaciones futuras. En septiembre, únicamente el índice Nasdaq logró registrar rendimientos positivos. La revolución asociada a la IA, y los sólidos resultados corporativos reportados por las compañías del sector, continúan sustentando el atractivo relativo de las acciones tecnológicas. No obstante, la elevada concentración de retornos en un reducido grupo de compañías, una prima de riesgo accionaria en mínimos históricos, y un contexto de tasas persistentemente altas refuerzan la importancia de una adecuada diversificación.
- **Argentina: comenzando a transitar el proceso electoral.** Buenos datos de inflación contrastan con avances aún modestos en actividad económica, generando alguna preocupación pre-electoral. Un fuerte superávit externo, una inquebrantable disciplina fiscal y medidas específicas, debieran promover cierta recuperación del crédito y el comienzo de alguna inversión en infraestructura vial. En la presente disyuntiva, mayores avances en amortiguar las necesidades financieras del año próximo podrían ayudar a afianzar el sendero actual, mejorando aún más el contexto económico/social.

Expectativas de tasa de política monetaria



Fuente: JP Morgan

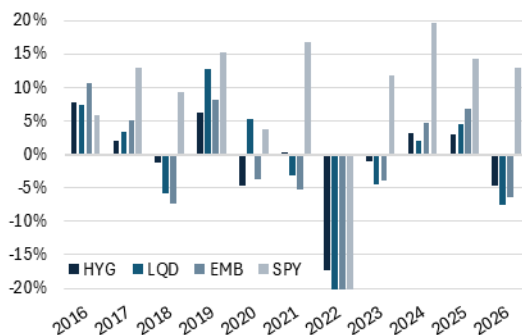
Rendimientos y prima de riesgo



Fuente: Bloomberg

Rendimientos relativos (YTD)

- at 05/10/2026 -



Fuente: Reuters

I. La macroeconomía, la geopolítica, y la política

Los últimos datos económicos en Estados Unidos han seguido sorprendiendo gratamente. Durante el mes de agosto gastos minoristas avanzaron 1,2%, órdenes de bienes de capital, excluyendo el sector defensa, crecieron 1,6%, gasto personal aumentó 0,9%, y todos los indicadores elaborados por el *Institute for Supply Management (ISM)* y los *Purchasing Managers Index (PMI)* que calcula Standard and Poor's (S&P) se mostraron nítidamente en terreno expansivo. Asimismo, el *Bureau of Labor Statistics (BLS)* confirmó que el PBI del segundo trimestre del 2026 había crecido al 2,2% anual, y la expectativa sigue firme en ese rango. La **Figura 1** reproduce algunos de estos indicadores, incluyendo el empleo no agrícola, que en septiembre mostró alguna debilidad, pero todavía en terreno positivo.

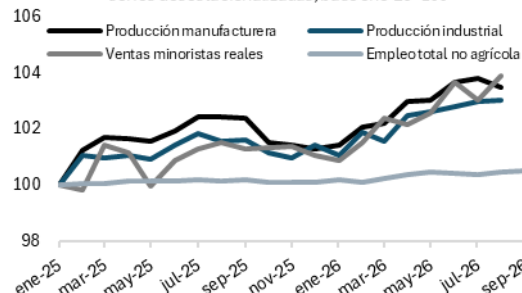
A pesar de la suba experimentada en el precio del petróleo en agosto, 8,7% mensual, los indicadores de inflación del mes resultaron ser alentadores. Específicamente la inflación núcleo del índice de gasto de consumo personal, indicador preferido por la *FED*, mostró un incremento de 0,2% en el mes y 3,0% en el año, manteniendo estabilidad con respecto a los meses previos (**Figura 2**). Pero el índice de precios pagados, recopilados por el *ISM*, volvió a subir, de 71,1 en agosto a 77,9 en septiembre, confirmando la existencia de una presión latente sobre insumos, desde niveles de inflación todavía muy alejados del compromiso implícito de la autoridad monetaria de 2% anual.

Lamentablemente, la situación de Medio Oriente no ofrece ninguna tranquilidad inmediata para los precios de la energía. Al presente, los mercados futuros anticipan una reducción muy gradual, pactándose precios de USD70pb del *WTI* recién hacia comienzos del 2031 (**Figura 3**). Es aún más crítica la situación en el mercado de derivados. Algo de transporte de crudo se ha recuperado a través del Estrecho de Ormuz, aunque a costos más altos y a mayor riesgo de los transportistas. La oferta de diésel, por el contrario, está mucho más restringida por la destrucción de refinerías, y su impacto sobre la inflación es más estructural, al ser un insumo clave en la producción y transporte de mercancías. Dada la importancia de los EE.UU. como productor de refinados, la amenaza del Presidente Trump de limitar exportaciones puede tranquilamente empeorar el ya complejo escenario global.

La realidad económica descrita igualmente no pareciera beneficiar la percepción social del gobierno americano actual. Las últimas encuestas elaboradas por *Real Clear Politics*, reportan que el nivel de aprobación de la administración Trump ya descendió hasta el 37,6%, mientras que el de desaprobación se eleva a 60,2%, y la tendencia pareciera ser muy firme (**Figura 4**). Con elecciones de término medio programadas para el 3 de noviembre del presente, el contexto político actual representa un verdadero riesgo a la gobernabilidad. Con un mayor apoyo popular, se espera que la oposición proponga un juicio político para el presidente. Difícilmente consigan el apoyo necesario del Senado para una destitución, pero el mismo proceso debilitaría las capacidades ejecutivas de Trump y probablemente paralizaría al gobierno en sus últimos 2 años.

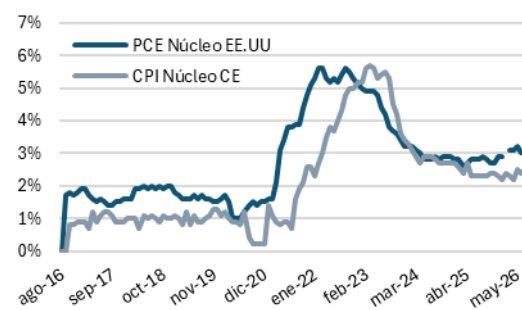
F1. Resiliencia en la actividad económica

- series desestacionalizadas, base ene-23=100 -



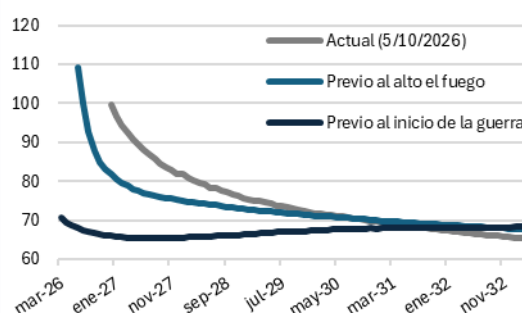
Fuente: Banco CMF en base a FRED

F2. El desafío de bajar la inflación



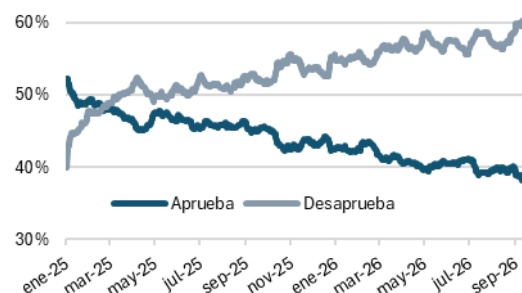
Fuente: LSEG

F3. El precio del petróleo en el corto plazo



Fuente: Bloomberg

F4. El rechazo creciente al Gobierno



Fuente: Bloomberg

II. Una Reserva Federal condicionada por la realidad

Con un trasfondo de inflación alta, una economía en pleno crecimiento, y con precios de petróleo y diésel subiendo, el Comité de Política Monetaria americano (*FOMC*) no tuvo más opciones que subir su tasa de referencia 25pbs en la última reunión del 16 de septiembre, para llegar al 4%. Además, los gobernadores explicitaron un sesgo claramente restrictivo en su opinión por el nivel de tasas deseado (**Figura 5**). Tal respuesta, sin embargo, no pareció suficiente para los operadores de mercado. Hoy la curva de futuros y *swaps* americana sugiere la expectativa de una tasa de *Fed Funds* que pudiera llegar al 5% para fines del 2029, después de por lo menos 4 subas adicionales.

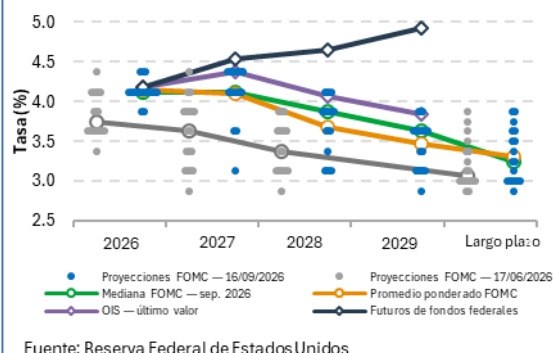
Como resultado, la tasa de un bono de 2 años del Tesoro americano hoy ya rinde muy cerca del 5%. Y juzgando por la inflación implícita entre tasas nominales y reales (*Breakevens*), esos niveles lograrían estabilizar las expectativas inflacionarias (**Figura 6**). En otras palabras, el mercado parece opinar que, para equilibrar la macroeconomía actual, se necesitan los niveles de tasas a los que se llegó al comienzo del 2023, cuando la inflación era 150pbs que los niveles actuales.

Existen dos argumentos que pueden justificar la visión del mercado financiero, o que el ciclo económico actual es menos sensible al nivel de tasas de interés. Por un lado, tenemos el gasto de consumo personal creciendo fuertemente en los últimos meses, aun con niveles de ingreso disponible que no han mostrado grandes cambios. La **Figura 7** justamente refleja esa dinámica, mostrando como el desahorro de las familias ha financiado la aparente apetencia consumidora, o lo opuesto al comportamiento de principios del 2023.

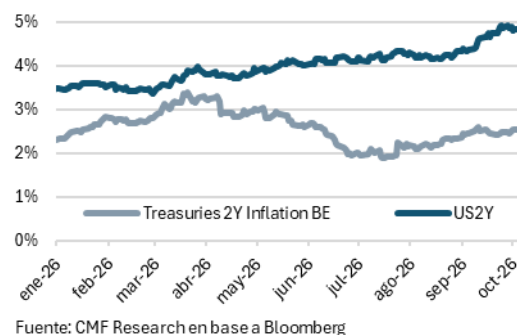
Más contundente aún es el impacto de la inversión en infraestructura relacionada a la IA, que está en plena ejecución. Según un estudio de Stijn Van Nieuwerburgh, recientemente publicado por la *Brookings Institution*, la inversión en IA actual representa un gasto de 3,63% del PBI promedio anual por un período de 8 años. Tal proceso de inversión no tiene antecedentes en la historia económica de los EE.UU, sólo comparable con la extensión de la red de ferrocarriles que sucedió hacia finales del siglo XIX, que significó una inversión acumulada equivalente a casi 45% del PBI, pero abarcando 2 décadas, con una intensidad anual menor a la presente (**Figura 8**).

La notable diferencia que existe entre lo que proyectan los miembros de la *FOMC* y la perspectiva del mercado, tarde o temprano, podría resucitar la discusión sobre la verdadera personalidad o tipo del nuevo *Chairman* de la *FED*, Kevin Warsh. El tiempo dirá, pero por ahora el mercado no pareciera dudar de su voluntad para restringir las condiciones monetarias tanto como sea necesario. Simplemente pareciera tener un diagnóstico distinto de la verdadera causa de la inflación y su perspectiva. Por lo pronto, algunos gobernadores de la *FED* han aprovechado los buenos datos inflacionarios de agosto para pedir un poco de calma, probablemente sugiriendo que la próxima suba de tasas no necesita ser en la reunión de octubre.

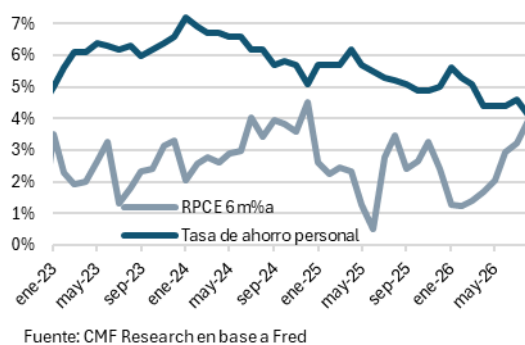
F5. La postura del FOMC



F6. La perspectiva del mercado



F7. Gasto y ahorro en EE.UU



F8. Periodos de gran inversión comparados en EE.UU.

Sector	Período	Inversión anual promedio (% del PIB)
Canales de navegación	1836-1841	0,66
Ferrocarriles	1870-1890	2,24
Electrificación	1905-1925	0,50
Autopistas	1956-1973	1,13
Telecomunicaciones y fibra óptica	1996-2003	1,10
Desarrollo de infraestructura de IA	2025-2032	3,63

Fuente: "Financing of AI buildout", by Stijn Van Nieuwerburgh, BPEA sep 2026

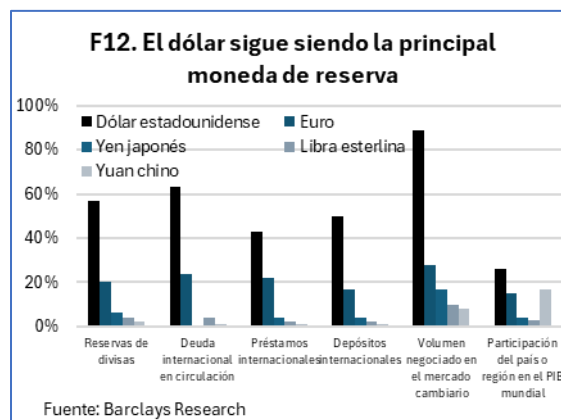
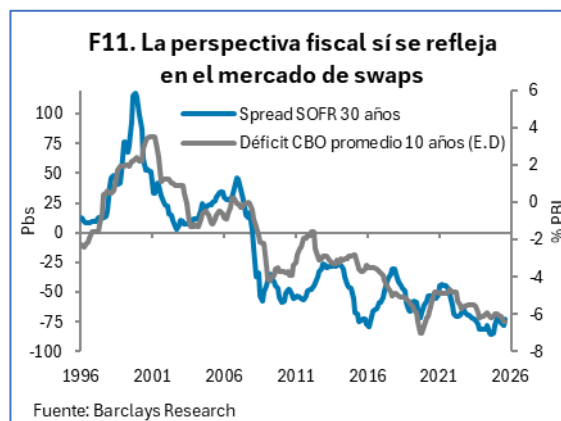
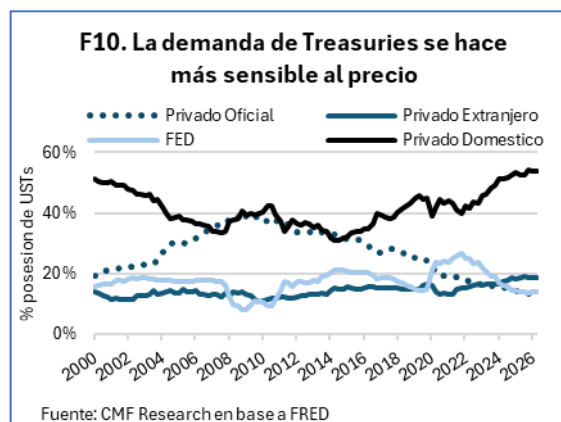
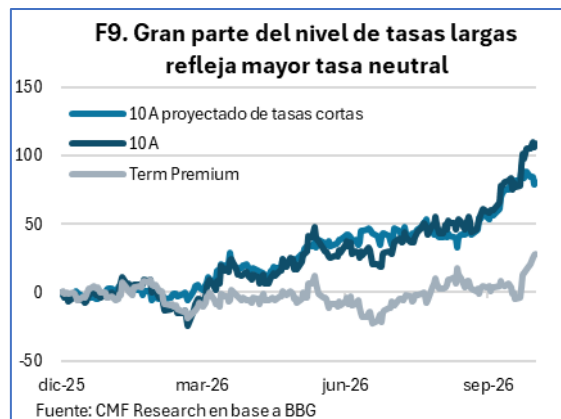
III. El nivel de tasas, la actividad y la situación fiscal

El comportamiento del mercado financiero parece justificar la suba de las tasas largas, casi exclusivamente, por el recálculo de la tasa neutral, o la suba esperada en las tasas de política monetaria. La **Figura 9** deconstruye el aumento observado en la tasa de 10 años del Tesoro americano desde diciembre del 2025 en dos componentes: la proyección que surge simplemente de acumular los cambios esperados para la tasa de *Fed Funds*, y una estimación de riesgo de plazo. Dicho análisis revela, que de los 110pbs de suba observados en la tasa de 10 años, 90pbs son explicables por una mayor tasa neutral de la *FED*, y sólo 20pbs se pueden relacionar al riesgo de plazo o incertidumbre, que también podría interpretarse como una aproximación a una medida de riesgo crediticio.

La intensidad y rapidez del aumento de tasas reciente han generado esperable estrés en los mercados usualmente invertidos en duración, como ser el de *MBS*, *CMBS*, *ABS*, *CDO*, *CLO*, muchos vinculados a las hipotecas y sus colaterales. O el de la misma deuda soberana, como sucedió con los bonos de Francia, justo en medio de una creciente preocupación fiscal y una discusión inconducente frente a las próximas elecciones presidenciales. Esa tensión, muy probablemente tuvo un efecto retroalimentador sobre toda la renta fija en general, y los bonos largos del Tesoro americano en particular. Pero a juzgar por la discusión previa, el impacto sobre el riesgo percibido ha sido muy bajo.

Dado el grave deterioro de la situación fiscal en EE.UU. en los últimos años, y el crecimiento aparentemente explosivo de su deuda pública, no deja de sorprender la baja ponderación que esta progresiva degradación institucional tuvo en el proceso de suba de tasas recientes. Hay al menos dos elementos que sugieren que el mercado subestima los riesgos fiscales a futuro: uno es la creciente debilidad institucional de la demanda por bonos del Tesoro, y el otro, la evidencia que insinúa el mercado de *swaps* americano. La **Figura 10** sugiere que el reemplazo de demanda institucional por capital privado doméstico en el mercado de bonos del Tesoro americano simplemente debiera haber resultado en una mayor sensibilidad a los precios, o tasas. Y la **Figura 11** muestra la correlación entre el empeoramiento de la posición fiscal y el spread del mercado de *swaps*, que permite individualizar el riesgo crediticio en la deuda soberana. El mismo indica que un aumento de 6% del PBI en el déficit fiscal en 20 años, se ha reflejado en una suba de 75pbs en el spread soberano.

En defensa de la relativa pasividad del mercado financiero respecto a la salud de las finanzas públicas, el rol del dólar como moneda de reserva sigue prácticamente intacto (**Figura 12**). Es verdad que los bancos centrales han comenzado a substituir el dólar por oro, y las monedas virtuales ofrecen una alternativa fuera del sistema convencional cada vez más valorada. Pero también es un hecho que una potencial venta masiva de bonos del Tesoro americano todavía se enfrenta a una enorme inhabilidad por contar con un activo sustituto.



IV. Activos desafiados por la valuación y la macroeconomía

Una economía robusta sigue justificando una postura constructiva sobre los mercados accionarios. Igualmente, un entorno de tasas elevadas representa un riesgo creciente para las valuaciones futuras. En septiembre, únicamente el índice Nasdaq logró registrar rendimientos positivos. La revolución asociada a la IA y los sólidos resultados corporativos reportados por las compañías del sector continúan sustentando el atractivo relativo de las acciones tecnológicas. No obstante, la elevada concentración de retornos en un reducido grupo de compañías, una prima de riesgo accionario en mínimos históricos y un contexto de tasas persistentemente altas refuerzan la importancia de una adecuada diversificación de carteras.

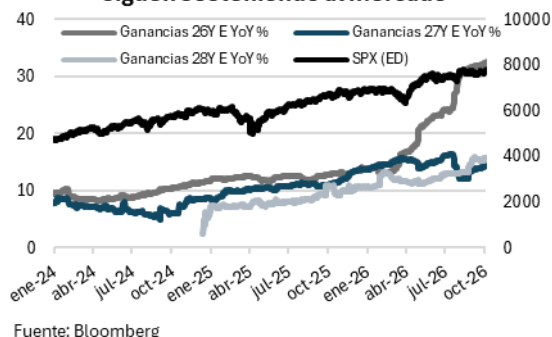
La **Figura 13** ilustra la constante mejora registrada en las ganancias corporativas del índice S&P500, y la expectativa a que las mismas sigan creciendo a más de 2 dígitos en los próximos años. Sin embargo, el 70% de las ganancias, obtenidas en el transcurso del año, se explican por solamente 30% de los participantes del índice. Dicha concentración del éxito empresarial es aún más marcada cuando se analiza el comportamiento de las acciones individuales. La **Figura 14** muestra la revaloración accionaria en el agregado del índice S&P 500 y la amplitud (*breadth*) de dicha ganancia cuando se suman los ganadores individuales, confirmando que cada vez son menos las empresas agraciadas por el boom accionario reciente.

Complementando el análisis previo, la **Figura 15** exhibe la relación histórica entre la amplitud del índice accionario y el retorno del mismo. En el pasado, una alta amplitud, o baja concentración de ganadores, ha estado asociado a rendimientos altos del índice agregado. En la actualidad, el mercado accionario todavía muestra un buen resultado agregado, muy a pesar de la fuerte concentración de éxito observada.

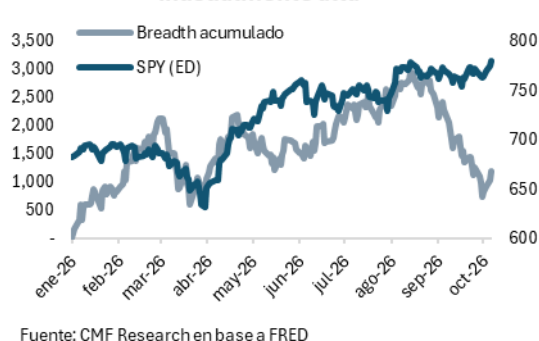
El mundo accionario enfrenta otro desafío, que es el mínimo premio por riesgo que las acciones ofrecen hoy respecto a la deuda del Tesoro americano, o el deudor más seguro. La **Figura 16** ofrece la comparación en el tiempo entre un retorno relativamente seguro y el resultante en el mundo accionario, hoy en sus mínimos históricos. En el pasado, un premio negativo de las acciones usualmente también ha anticipado períodos de bajos rendimientos.

Recapitulando, el rendimiento actual y esperado de los principales actores de la revolución de IA parecieran seguir justificando la revaluación accionaria. Pero las altas tasas de interés y la enorme concentración de las ganancias empresarias debieran generar una preocupación sobre retornos a futuro en general. Independientemente de la capacidad de las tasas para frenar el ritmo de inversión en IA, altas tasas debieran afectar negativamente el resto de la demanda agregada, y así la mayoría de los sectores económicos. Por ello, diversificar entre diferentes activos, tanto por sectores como por su naturaleza, resulta hoy más que nunca una estrategia recomendable.

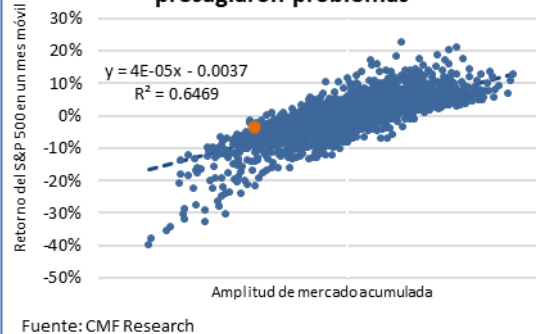
F13. Las ganancias de la tecnología siguen sosteniendo al mercado



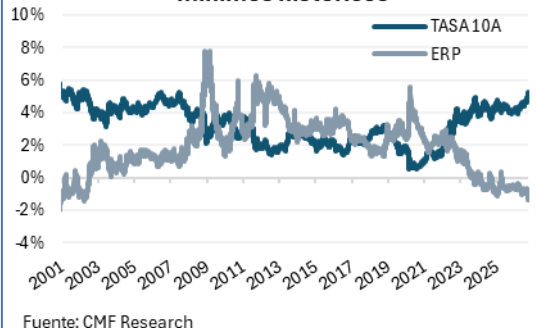
F14. La concentración del éxito es inusualmente alta



F15. En el pasado, pocos ganadores presagiaron problemas



F16. La prima de riesgo en acciones, en mínimos históricos



V. Argentina: condicionado por el mundo y la elección 2027

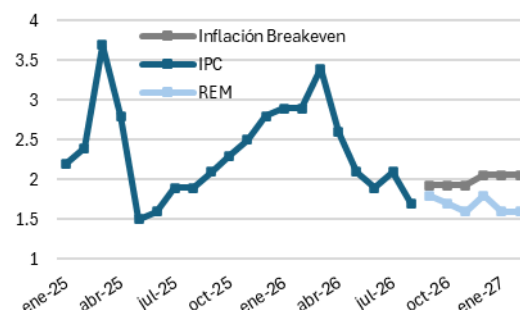
Las mejoras fundamentales logradas post elecciones 2025 ayudaron al gobierno a comprar reservas, mantener una sólida estabilidad cambiaria, y retomar la desaceleración inflacionaria. Pero ese progreso no ha permitido aún reducir substancialmente el riesgo país heredado, ni romper la apatía inversora, reflejo de nuestro propio pasado. Más recientemente, buenos datos de inflación contrastan con avances aún modestos en actividad económica, generando alguna preocupación pre-electoral. Un fuerte superávit externo, una inquebrantable disciplina fiscal y medidas específicas, se espera promuevan cierta recuperación del crédito y el comienzo de alguna inversión en infraestructura vial. En la presente disyuntiva, mayores avances en amortiguar las necesidades financieras del año próximo podrían ayudar a afianzar el sendero actual, mejorando aún más el contexto económico/social. Pero la clave sigue siendo la continuidad de las políticas, mucho más que la de los gobiernos.

Los números de inflación han mejorado en los últimos meses. Para septiembre se espera una suba marginal por el impacto del precio de los alimentos, pero la inflación del mes se proyecta entre 1,7% y 1,9%. El sendero descendiente de la inflación es nuevamente un consenso, como lo comprueban las proyecciones publicadas por la encuesta del Banco Central de la Argentina (**Figura 17**). Según la misma, la inflación este año descendería a 30%, y el año próximo hasta el 21,2%

En cambio, el nivel de actividad no termina de mostrar una recuperación sólida. Sin embargo, la caída del 1,4% en el mes de julio no pareciera marcar tendencia, y los datos positivos de agosto en la manufactura, la construcción y la demanda eléctrica de la industria fueron validados en septiembre por una buena recuperación de la recaudación impositiva ligada a la actividad económica (**Figura 18**). Además, entre el 1S2026 y el 1S 2023, la economía argentina creció 5,1%. Pero casi la totalidad de ese crecimiento se concentró en el agro, la minería y el petróleo, los bancos y otros servicios, que representan sólo el 60% de el empleo (**Figura 19**).

De todos modos, en el agregado, la economía ha generado empleo. Según la encuesta permanente de hogares, en los últimos 24 meses hasta 2T2026, el total de ocupados aumentó un 2%. La mayoría no asalariados, que crecieron 15,3%, y en detrimento de los asalariados, que se redujeron en 2,8%. También ha permitido cierta recuperación del salario real (**Figura 20**). Lamentablemente, el ingreso disponible todavía se ubica por debajo del registrado a fines del 2023, por el mayor cargo tarifario. La recuperación de la inversión es sin lugar a dudas el desafío pendiente, pero al mismo tiempo la mejor evidencia del lastre reputacional e institucional. La continuidad de las políticas actuales debiera atraer no sólo crecimiento de los sectores beneficiados, También debiera permitir financiar una renovación de la infraestructura nacional, alimentando el crecimiento del sector servicios, absorbiendo el empleo desplazado por los sectores protegidos del pasado.

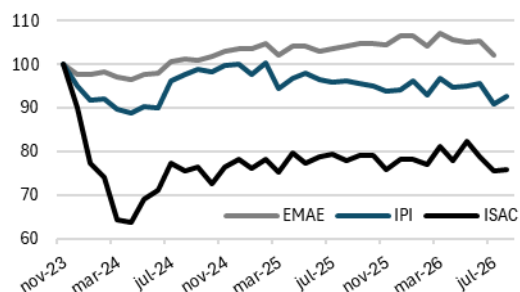
F17. La desinflación recupera su sendero



Fuente: CMF Research en base a INDEC, BCRA y BYMA

F18. Indicadores de actividad mixtos

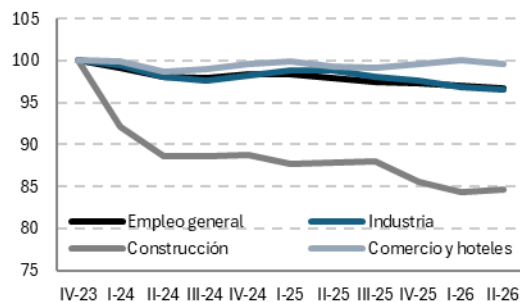
base 100 = nov23



Fuente: CMF Research, INDEC

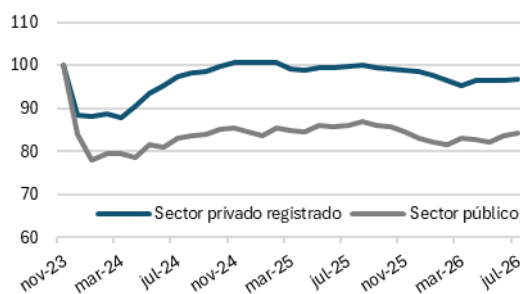
F19. Evolución del empleo

base IV trim. 2023 = 100



Fuente: CMF Research, INDEC

F20. Salarios reales comenzando a reaccionar



Fuente: CMF Research, INDEC

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 2.500 millones por mes en 2026 (**Figura 21**). Esa mejora comercial, más las emisiones corporativas en dólares, y la canalización de las compras de dólares privadas al sistema bancario, le han permitido al Banco Central comprar un poco más de USD 14.796 millones en lo que va del año, manteniendo un nivel estable de tipo de cambio nominal.

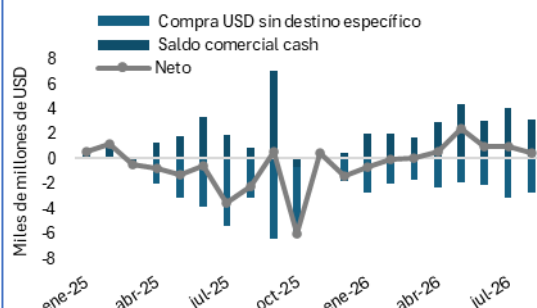
La estabilidad alcanzada en el mercado cambiario es admirable. Una política monetaria obsesionada con la eliminación de excedentes de liquidez sin duda ha fertilizado la paz reinante. Lamentablemente, un importante nivel de volatilidad en las tasas de interés en el año electoral ha sido el costo a pagar, así como el concomitante estancamiento en el crecimiento del crédito. Esta política monetaria probablemente comparta algo de responsabilidad respecto al nivel moderado de crecimiento económico agregado. Afortunadamente, en los últimos meses, y alentado por la robustez cambiaria lograda, el Banco Central ha logrado reducir substancialmente el nivel de volatilidad de tasas. Queda por alcanzarse una mejora de las condiciones crediticias, una vez reducida la mora resultante del apretón monetario del 2025.

La **Figura 22** ilustra perfectamente el relativo estancamiento del crédito, pero al mismo tiempo muestra el impacto de la creciente dolarización, personificada por la caída a nuevos mínimos del nivel de circulante en la economía. La misma dolarización que facilita el crecimiento del crédito en dólares a detrimento del mercado de pesos, y en cierta medida explica la inclinación de las autoridades a flexibilizar los préstamos en moneda dura (**Figura 23**). La mayor disponibilidad del crédito en dólares, más el aumento de la oferta de créditos hipotecarios promovidos por el gobierno, y la reducción paulatina de la mora, debiera poder anticipar un mercado de crédito más dinámico en los próximos meses.

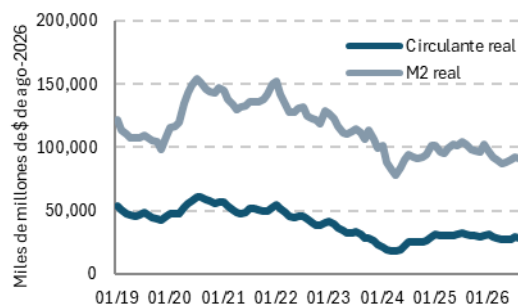
La situación económica Argentina puede no enamorar, pero sigue mostrando mejoras, estabilidad y crecimiento. Igualmente, la preocupación electoral se adelantó, y en el último mes se ha exacerbado, a juzgar por el diferencial de tasa implícita que muestran los bonos que vencen antes y después de las elecciones presidenciales (**Figura 24**). El 2027 luce exigente, y el gobierno deberá seguir acumulando reservas y/o aumentando su financiamiento de largo plazo. 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 con crecimiento.

GCañonero

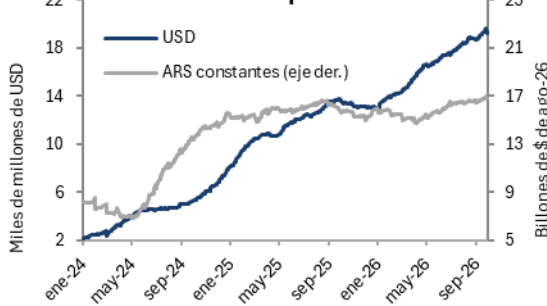
Este informe ha sido elaborado a título informativo. El presente NO debe ser tomado como una recomendación o instrucción, y no reviste carácter de ofertas de productos y/o servicios ni solicitud de orden de compra y/o venta. CMF Asset Management SAU no será responsable por ningún error y/o omisión del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

F21. Balanza comercial vs. compra de USD

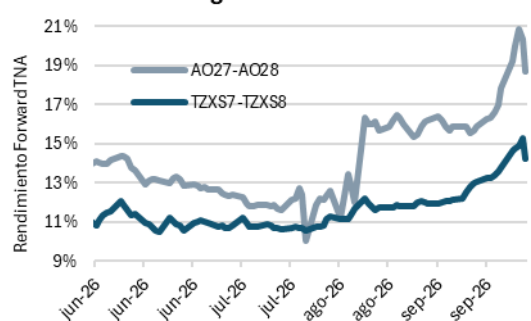
Fuente: CMF Research en base a 1816, BCRA

F22. Dolarización creciente

Fuente: CMF Research en base a BCRA e INDEC

F23. Financiamiento bancario tratando de recuperar

Fuente: CMF Research, INDEC y BCRA

F24. La gran duda electoral

Fuente: CMF Research