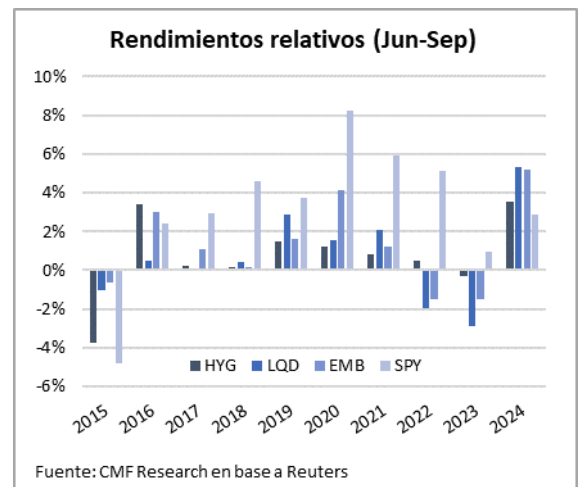
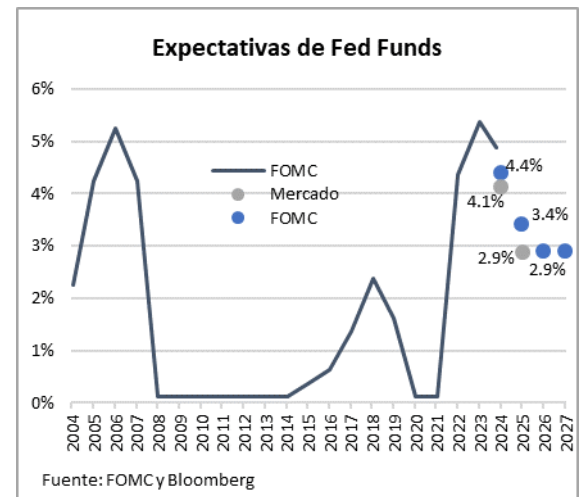
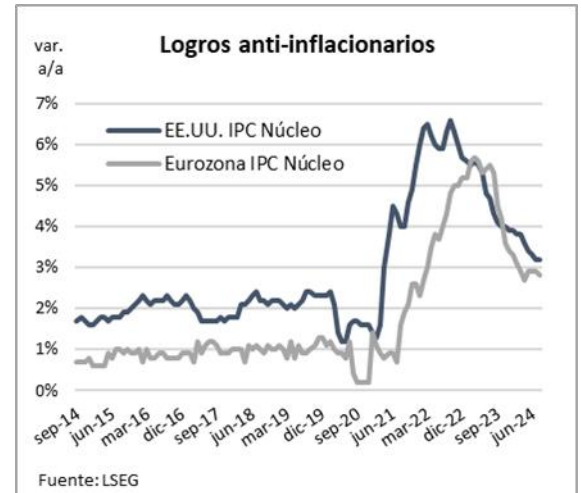


26 de Septiembre de 2024, Vol 4, #3

Goldilocks economy: tasas bajando con crecimiento económico

- **La inflación en los países centrales sigue convergiendo al objetivo de política y la economía todavía luce robusta.** Los indicadores de precios ya llevan más de 5 meses mostrando una baja sostenida de la inflación global. Asimismo, la información de ventas al menudeo en EE.UU. y en la Comunidad Europea (C.E.) ha seguido sugiriendo una actividad económica sostenida, aunque acompañada por una reducción creciente de la nueva demanda laboral. Definitivamente, el peligro de recesión ha pasado a ser ahora el dominante, pero aún lejos de ser un escenario inevitable.
- **La FED comenzó su ciclo de relajamiento monetario con inesperada convicción.** La semana pasada la Reserva Federal Americana (FED) cortó su tasa de política por 50pbs., y prácticamente anticipó otra baja sustancial antes de fin de año, proyectando la misma en 3,4% para fin del 2025. Aunque largamente esperada, tal decisión causó cierta sorpresa luego de un último dato inflacionario inocuo y una actividad económica que sigue asombrando por su firmeza. En defensa de la FED, el mercado laboral americano ha mostrado una definitiva normalización en los últimos meses, probablemente eliminando los temores iniciales de un posible estancamiento en el sendero decreciente de inflación. Mientras tanto, el Banco Central Europeo (ECB), que se había adelantado en su cambio de postura monetaria, se proyecta termine ubicando su tasa de política por debajo del 2% hacia fines del año próximo.
- **Se afianza el tiempo de los bonos, mientras las acciones continúan cautivando.** Normalmente, un sendero decreciente de tasas beneficia a todos los activos. Asimismo, la posibilidad de una recesión exacerba las posibles pérdidas de los activos de riesgo, principalmente las acciones. La alta valuación de las acciones sugiere una especialmente delicada sensibilidad a las condiciones de riesgo imperantes, haciéndolas vulnerables. De todas formas, los buenos retornos corporativos siguen ofreciendo una buena oportunidad para los inversores menos adversos a la volatilidad.
- **Argentina: el Presupuesto 2025 consolida el ancla fiscal e insinúa la continuidad de los controles de capital.** Prácticamente ganada la credibilidad fiscal, el principal desafío del gobierno se concentra en lograr una rápida baja de la inflación. La apuesta es llegar a las elecciones del año próximo con una baja sostenida de la inflación para lograr un mayor caudal político. El riesgo principal de esta estrategia es la falta de reservas internacionales en la transición, pero puede parcialmente compensarse por un buen superávit energético, un blanqueo exitoso y/o el ingreso temprano de inversiones extranjeras. En su favor, tal estrategia salvaguarda a los más desprotegidos.



I. La inflación converge a los objetivos de los bancos centrales

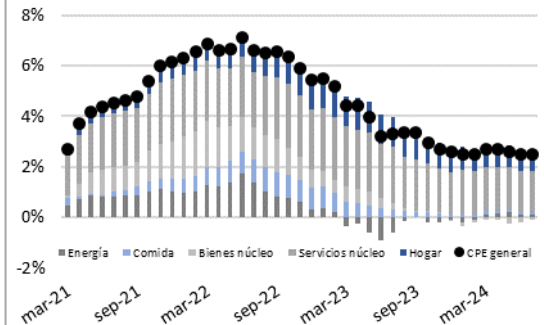
La inflación en las principales economías volvió a confirmar un sendero descendente en los últimos meses (**Figura de portada**). El último registro disponible (agosto) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la FED, ascendió a sólo 0,1% mensual y 2,7% en 12 meses, manteniendo los buenos datos de los últimos meses, en firme trayectoria hacia el objetivo del 2%. Además, el índice de precios minoristas del mismo mes siguió mostrando el paulatino descenso en el precio de servicios núcleo, que hasta ahora ha sido el más resiliente a las altas tasas de interés (**Figura 1**). De igual forma, la inflación en el costo de viviendas, alquileres y demás, que explica más del 30% de la inflación minorista en EEUU, sigue bajando parsimoniosamente, del 7% hace un año a 4,6% en agosto, frente a 2,5/3,0% históricamente.

También en EE.UU., el mercado laboral ya expone síntomas de mayor normalidad, dejando detrás un período de fuerte exceso de demanda. Las últimas cifras del mes de septiembre reportan un nivel de puestos disponibles de 7,6 millones en el mes de julio (ajustado por estacionalidad), en un mercado con un stock de desempleados que prácticamente iguala esa cifra (7,1 millones), contrastando notablemente con la situación preponderante desde fines del 2021, post pandemia COVID (**Figura 2**). Así mismo, la tasa de desempleo, aunque todavía en niveles bajos, ha subido ininterrumpidamente desde marzo de este año, desde 3,5% a 4,2%. En síntesis, el mercado laboral de la actualidad insinúa cierto equilibrio no observado en los meses anteriores.

Otro reflejo del mismo fenómeno es la continua baja del costo laboral unitario en los EE.UU., subiendo sólo 0,3%% en el año en su último registro de junio, y cayendo sostenidamente del 6,5% reportado en marzo del 2022. Igualmente, el ingreso promedio por hora se ha estabilizado en 4,1% al año, o no muy lejos de su comportamiento histórico (**Figura 3**). El mercado laboral americano ciertamente ha sido beneficiado recientemente por un excepcional crecimiento de la productividad. De prolongarse la recuperación productiva, la convergencia a precios consistente con los objetivos de inflación debiera suceder relativamente rápido.

El crecimiento del empleo no agrícola ha seguido una tendencia descendente que ya lleva más de dos años, siendo el último dato de agosto menor a los 150.000 puestos de trabajo al mes; cifra que generalmente se asocia a un nivel de crecimiento moderado, que suele anticipar un riesgo importante de recesión (**Figura 4**). Igualmente, los analistas todavía esperan una moderada desaceleración en el ritmo de crecimiento económico. En particular, la proyección promedio encuestada por Bloomberg indica que los participantes del mercado esperan que el crecimiento económico en EE.UU. se desacelere de 2,5% este año a 1,70% en 2025. Para Europa, el mismo sondeo espera en realidad una leve recuperación, de 0,7% de crecimiento estimado este año, a 1,3% para el año próximo.

F1. Contribuciones al IPC General EE.UU.



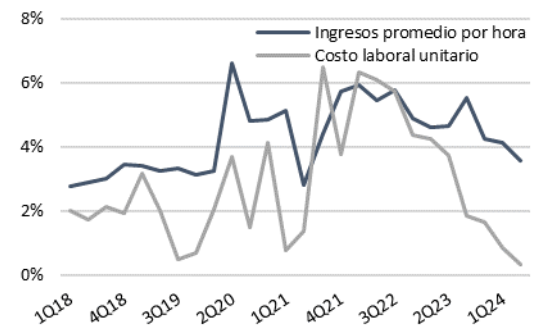
Fuente: CMF Research en base a Fed de San Francisco

F2. Tensión laboral cediendo en el margen



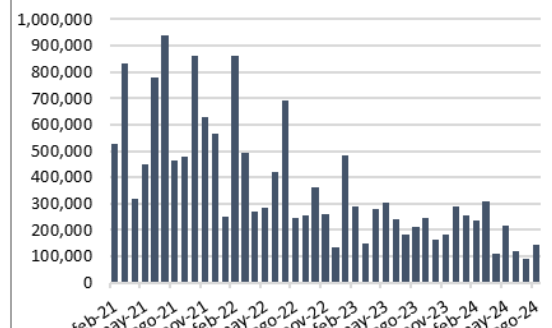
Fuente: Bureau of Labor Statistics

F3. Precio del trabajo en EE.UU.



Fuente: Bureau of Labor Statistics y FRED

F4. Se enfría la creación de empleo no agrícola



Fuente: CMF Research en base a BLS

II. La actividad económica desacelera muy marginalmente

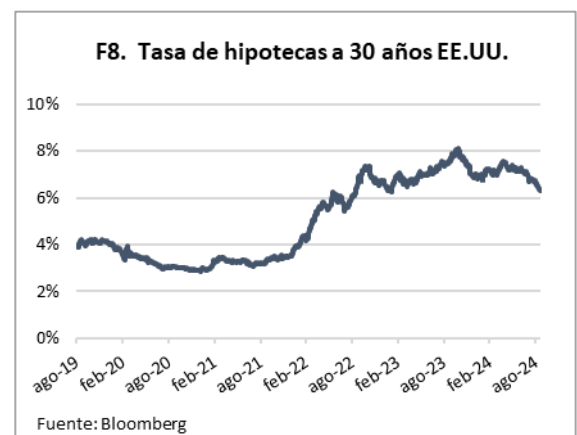
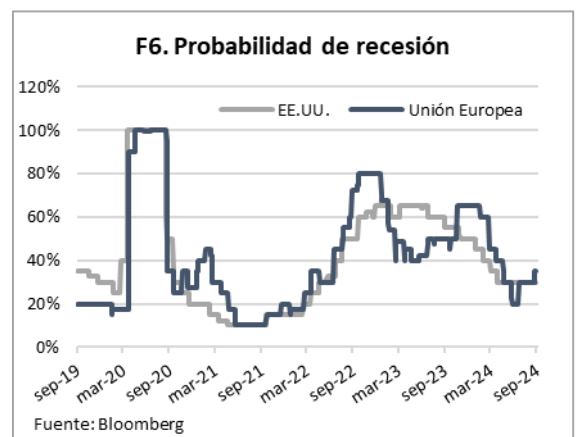
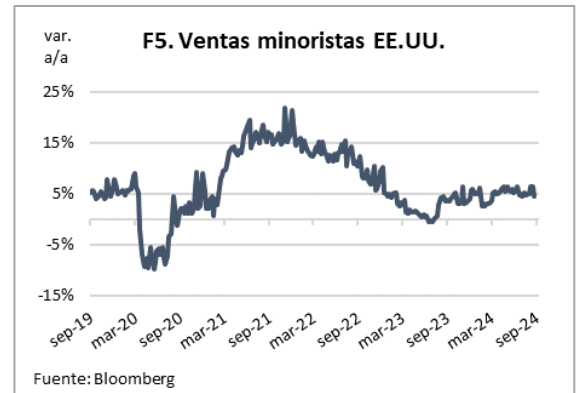
Los números de ventas minoristas tanto en EE.UU. como en Europa no sugieren fuerte expansión, pero siguen sorprendiendo por su robustez, muy a pesar de las condiciones de liquidez y la reducción de los ahorros extraordinarios generados durante la pandemia COVID (**Figura 5**). Otros indicadores relevantes, como los índices de compras corporativas (*PMIs*) también muestran un sólido comportamiento en los servicios y en los índices agregados. Por ejemplo, en los EE.UU., el *PMI* compuesto preliminar de septiembre se ubicó en 54,4, siendo 50 un valor de neutralidad, y menor de 50 sinónimo de crecimiento negativo; mientras que el de servicios tuvo un registro de 55,4. En Europa, el mismo indicador ha excedido 50 por los últimos 7 meses, aunque el registro preliminar de septiembre marcó 48,9.

La información provista por esa última encuesta de compras corporativas tuvo un fuerte impacto en el mercado financiero, particularmente en las tasas largas, que se comenzaron a desviar del sendero de baja de las tasas de política económica. Tanto los números de actividad como de precios en estos índices señalaban una economía relativamente pujante, particularmente en el sector servicios, sector que todavía no ha mostrado una convergencia inflacionaria definitiva.

Un crecimiento del PBI americano de 3% en el segundo trimestre del año, liderado por el consumo, que también avanzó 2,8% en el mismo período, ilustran la buena situación económica presente. Igualmente, en Europa se espera que el producto regional haya mostrado un crecimiento del 2,9% anual en el segundo semestre, o 0,8% semestral. Semejante consistencia en el comportamiento del consumo, y el continuo crecimiento de la productividad, al menos en los EEUU, explican la paulatina reducción del temor recesivo entre los operadores del mercado financiero, como lo ejemplifica la encuesta de Bloomberg presentada en la **Figura 6**.

Un importante elemento detrás de la fortaleza del consumo privado ha sido el crecimiento relativo del ingreso, no sólo por salarios reales que recuperan lo perdido durante la pandemia, sino también por el relativo abaratamiento de la canasta básica (**Figura 7**). Ese cambio de precios relativos en favor de los productos de supermercado, ha también favorecido el sostenimiento del ingreso medio en los sectores más expuestos al ciclo económico.

Sorprendentemente, hasta el mercado inmobiliario sigue mostrando un saludable comportamiento, muy a pesar del relativamente alto nivel de las tasas de referencia y su concomitante efecto en el costo de las hipotecas (**Figura 8**). La construcción de nuevas casas creció un asombroso 9,6% en agosto, mientras que el pedido de permisos de construcción fue 4,9% mayor que en el mes previo. Asimismo, las aplicaciones para hipotecas, que hace casi dos años están prácticamente paralizadas, han mostrado un crecimiento semanal de dos dígitos en las dos primeras semanas de septiembre, probablemente ya reaccionando a la nueva perspectiva de tasas.



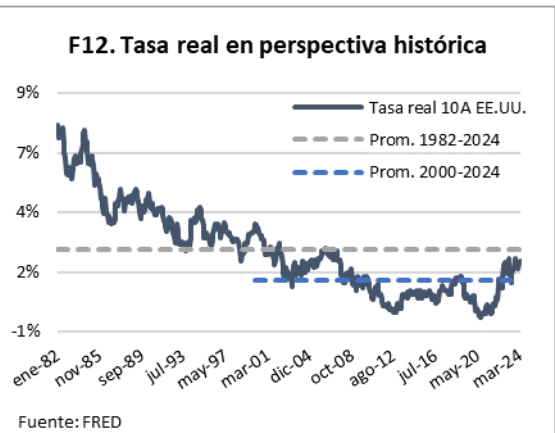
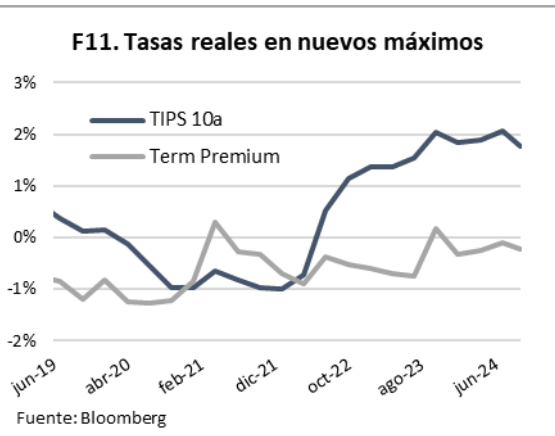
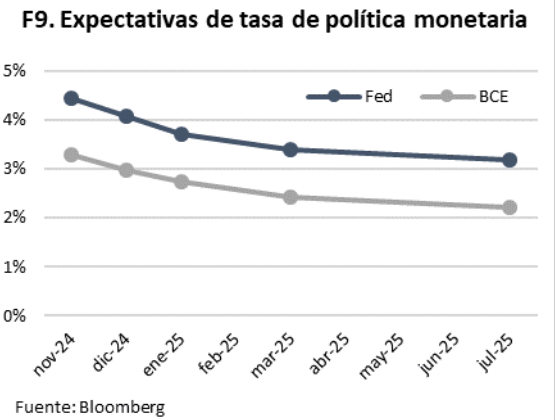
III. Las expectativas de tasas colapsaron en los últimos meses

Reportes en el *WSJ* y el *FT*, el viernes previo a la última decisión de la *FED*, anticiparon al mercado la posibilidad de un corte agresivo de 50pbs. en las tasas de *fed funds*, a 4,75%. La decisión, de todos modos, no dejó de sorprender a los entendidos. La *FED* cambió su balance entre inflación y actividad drásticamente y, sin pausa, se concentró en promover el pleno empleo. Más asombró la dimensión del cambio por los continuos indicadores de una sólida demanda de consumo y el más bien neutral número de inflación de agosto. A priori, un recorte de 50pbs. hace perder grados de libertad ante una economía que todavía no garantiza una convergencia inflacionaria rápida. Afortunadamente, el mercado no interpretó la decisión de la *FED* como revelando una situación económica peor de la presentada por la información disponible.

Reafirmando su intención de reducir sustancialmente sus tasas de política, las últimas proyecciones del comité de política monetaria (*FOMC*) colocan dichas tasas en 4,4% a fin de este año, 3,4% hacia fines del 2025, y 2,9% para el más largo plazo. Las mismas son por lo menos 70pbs. más bajas que en la última reunión de julio. Por su parte, el mercado espera un sendero de bajas aún más pronunciado, con tasas rozando el 4% este año y descendiendo por debajo de 2,9% ya en 2025. En Europa, el *ECB* siguió con su 25pbs. de corte en septiembre y se encamina a acompañar la *FED* en su sendero de relajamiento (**Figura 9**).

A juzgar por el mercado de *swaps*, la expectativa implícita de inflación a 5 años en EE.UU. se sitúa en 2,17% actualmente, mientras que la misma en Europa es consistente con una inflación de 1,76%, dando cierto soporte a la decisión de la *FED* y el *ECB* (**Figura 10**). Sin embargo, la relativa agresividad del *FOMC* logró que las tasas largas reaccionaran al alza, algo relativamente inusual al comienzo de una postura de relajamiento de política.

A pesar de la suba de corto plazo en la tasa de 10 años del tesoro americano, la tasa real de 10 años (*TIPS*) cayó casi 40pbs. en los últimos dos meses, para ubicarse en 1,60% esta semana (**Figura 11**). Dicho nivel de tasas pareciera ser todavía restrictiva, pero más marginalmente. Dos elementos siguen constituyendo las amenazas principales a estas tasas en la actualidad: uno es el relativo bajo premio de duración (*term premium*), y el otro es su contemporaneidad con una creciente preocupación fiscal en los EE.UU. En contraposición, la tendencia de tasas reales de los últimos tiempos ha mostrado un sesgo nítidamente descendente, explicada por sucesivas innovaciones financieras en el largo plazo, y reforzada en lo más inmediato por la creciente concentración del ingreso global, la dinámica demográfica en los países centrales y el exceso de ahorro que esas fuerzas determinan. Vale resaltar que el promedio de esta tasa real en los 24 años de este siglo es aproximadamente 2%, pero que la tendencia ha sido francamente decreciente, con tasas reales muy por debajo del 1% desde la crisis financiera global de 2008/2009 (**Figura 12**).



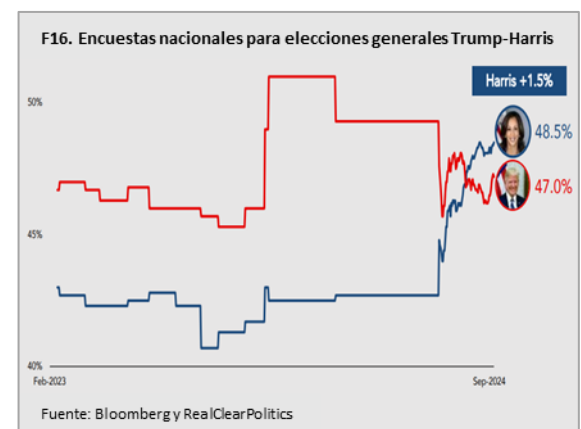
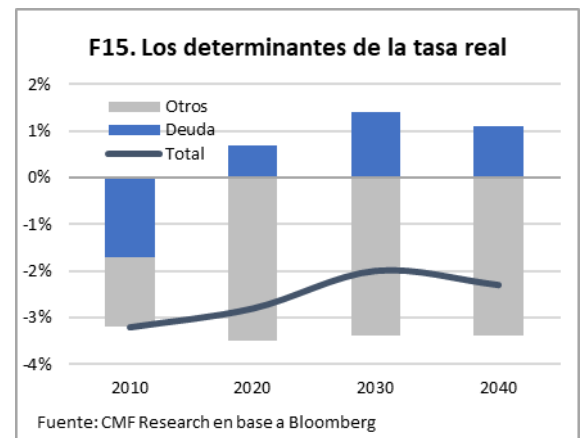
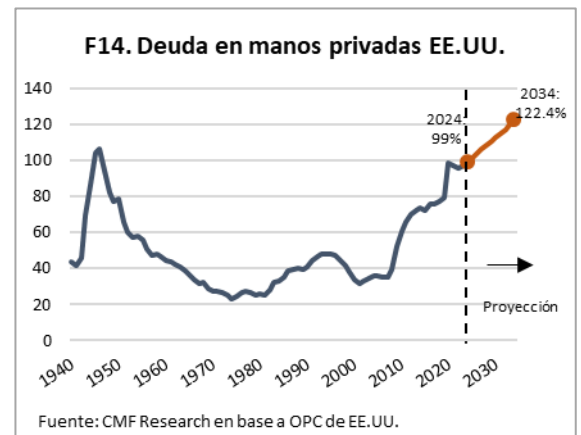
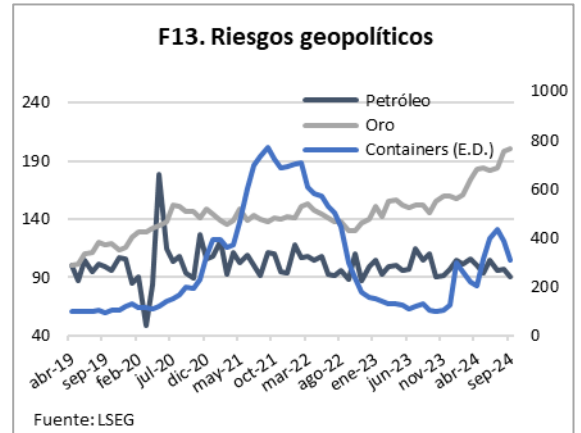
IV. Calma financiera a pesar de numerosos riesgos inherentes

Las continuas tensiones geopolíticas de los últimos meses no parecieran poder resolverse en el futuro mediato. La situación en Rusia/Ucrania luce más bien eternizada por la realidad bélica y el delicado equilibrio político internacional existente. En el Medio Oriente, los atentados del pasado octubre, y la consecuente respuesta de Israel, dificultan lograr una solución más permanente a pesar de la presión internacional. Y más específicamente, la inestabilidad del Mar Rojo sigue amenazando el flujo de transporte comercial. Dichas tensiones pueden explicar precios relativamente elevados para los activos más conservadores, como el oro y la plata, como así también el precio históricamente alto del transporte marítimo (**Figura 13**). El petróleo ha seguido un comportamiento idiosincrático, pero no sorprendería su repunte en el actual contexto internacional.

Asimismo, la falta de contención sobre las cuentas fiscales americanas preserva riesgos importantes. En su último reporte de agosto, la Oficina de Presupuesto del Congreso americano (*CBO*) mantuvo su proyección de déficit de las cuentas públicas para este año de 6,7% del PBI, pero sin indicios de mejoras por venir. El déficit proyectado está por sobre el número del año previo, que fue 6,3%, aunque refleja una mínima mejora en el déficit primario, que pasaría de 3,8% en 2023 a 3,6% este año. Desde una perspectiva de más largo plazo, la *CBO* estima que una mejora marginal del déficit primario no podrá evitar un déficit financiero creciente. En base a esas proyecciones, no necesariamente conservadoras según los expertos, la deuda neta del gobierno federal americano simplemente seguiría creciendo en términos del producto bruto, para llegar a 122% del PBI desde 97% al cierre del ejercicio pasado (**Figura 14**).

Confirmando lo delicado de la situación fiscal americana, un reciente artículo de la Reserva Federal de San Luis (Y. Chien y A. Stewart, 14/11/23) concluyó que la dinámica de deuda pública en EE.UU. es peor aún que la de Japón, a pesar de tener la mitad de la deuda bruta sobre producto. Tal perspectiva fiscal y de deuda pública seguramente siga conteniendo la posible caída de las tasas largas. Hay contundente evidencia que, desde hace unos años ya, la creciente deuda pública en los EE.UU. ha contrarrestado parte de las fuerzas demográficas y económicas que han empujado las tasas de interés hacia abajo en estas últimas décadas y es probable que dicha dinámica continúe en los próximos años (**Figura 15**).

La elección presidencial de este año en EE.UU. todavía no tiene un resultado claro (**Figura 16**). De todos modos, en la discusión programática, ningún candidato luce preocupado por la situación fiscal. El candidato republicano, Donald Trump, amenaza con la posibilidad de un nuevo recorte impositivo con la esperanza que sea compensado por un mayor crecimiento económico, algo que no tiene precedentes históricos. También sugiere la necesidad de actuar sobre la independencia de la *FED*. Mientras que la candidata demócrata, Kamala Harris, es menos disruptiva institucionalmente, pero tampoco ofrece una solución al déficit fiscal.



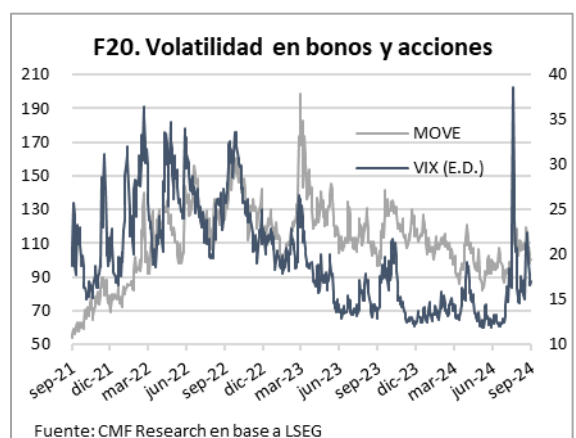
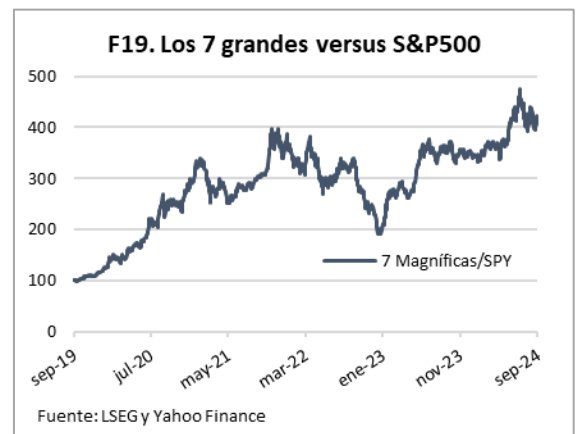
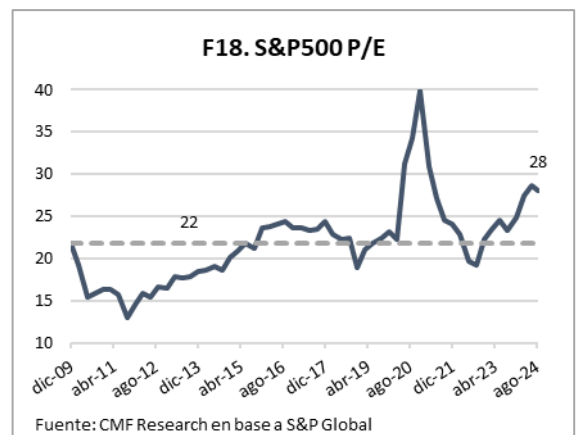
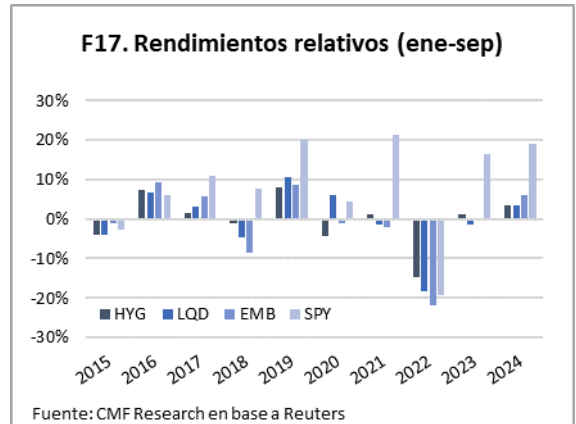
V. Es el tiempo de los bonos, pero las acciones siguen cautivando

La baja de tasas en un contexto auspicioso de actividad económica y buenos resultados empresariales volvió a sostener un buen retorno en los activos de riesgos. Las acciones subieron 5,0% en el bimestre, y por sobre 22% en lo va que va del año. En el mismo periodo, los bonos de alto rendimiento rindieron 5,5% (8,2% en el año) y los de grado de inversión ganaron 7,0% (5,6% en el año) (**Figura 17 y de portada**). Los *commodities*, como agregado, fueron los principales perdedores de los últimos meses, aunque con un comportamiento muy dispar. Sobresalieron el oro y la plata que rindieron 14,6% y 9,5% respectivamente el último trimestre, y 30% y 35% en lo que va del año, mientras que el petróleo y los granos tuvieron un muy mal desempeño.

Tratando de anticipar lo que vendrá, la historia sugiere que la mayoría de los activos tienen un buen rendimiento en un proceso de baja de tasas de interés que no vislumbra un serio riesgo recesivo. Las excepciones dependen fundamentalmente de las valuaciones existentes al comienzo del proceso de relajamiento monetario. A pesar de las ganancias recientes, la valuación relativa de las acciones americanas debieran ser una razón para la cautela (**Figura 18**). Es válido resaltar que parte de la aparente sobrevaluación histórica está explicada por la dominancia de pocas compañías, líderes en la revolución de la tecnología de la información, que no dejan de sorprender por sus buenos resultados. La duda inherente es si toda esa perspectiva positiva no está más que incorporada en las valuaciones actuales, o simplemente está muy condicionada a la dudosa continuidad de los altos retornos.

La **Figura 19** confirma la excepcionalidad de las acciones americanas asociadas a la tecnología de la información. Estas empresas no sólo siguen reportando fuertes ganancias, también generan un sólido flujo de efectivo neto. Por el contrario, su alta valuación, y un premio del riesgo de acciones (*ERP*) cerca de sus mínimos históricos, justifica la mesura y debiera alimentar cierta precaución accionaria. Al respecto, es interesante notar la relativa calma o frialdad que se observó luego de la positiva decisión de la FED y el reciente anuncio de nuevos estímulos en China. A nuestro entender, ello sugiere una extrema sensibilidad, y vulnerabilidad, de los valores accionarios a sorpresas en los retornos corporativos.

Una baja volatilidad relativa en las acciones recientemente también resalta el riesgo de una fuerte reversión en ese mercado (**Figura 20**). En otras palabras, aun considerando la posibilidad de un escenario beneficioso para todos los activos, el riesgo en renta fija pareciera estar mucho más limitado, en particular si se acepta la hipótesis de que el nuevo nivel de tasas largas tiene algo más para ceder. En ese caso, a los *spreads* actuales, una apuesta conservadora razonable luce todavía mejor individualizada por los bonos de grado de inversión que los de alto rendimiento. Los últimos representan un universo de nombres corporativos muchísimo más susceptibles a una contracción económica que los de grado de inversión, y el *spread* actual no pareciera compensar por ese riesgo diferencial.



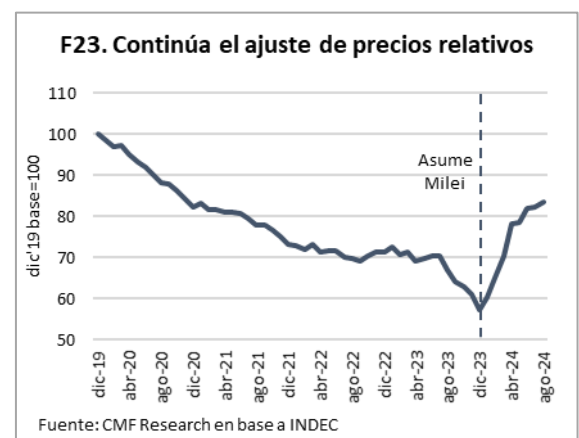
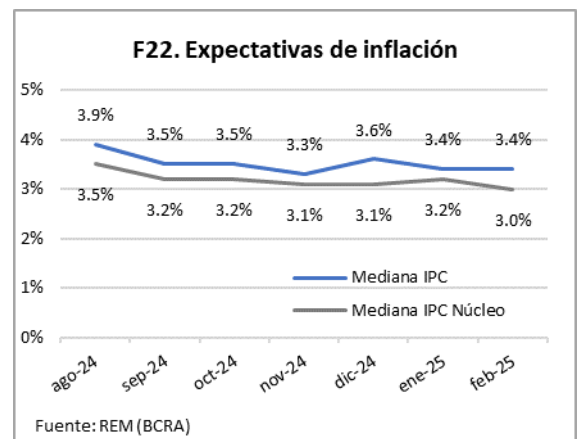
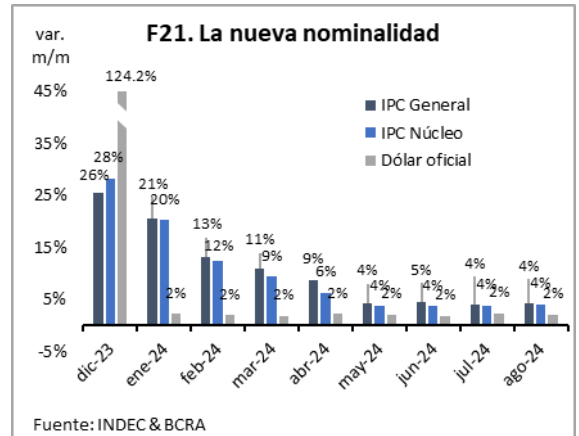
VI. Argentina: apostando al quiebre de la inercia inflacionaria

Reforzada el ancla fiscal con la presentación del Presupuesto 2025, resta el desafío de lograr una baja rápida y pronunciada de la inflación, muy a pesar de los continuos y necesarios aumentos de tarifas. En lo monetario, la limpieza del balance del BCRA fue total, pero siguen sobrando pesos y faltan reservas. En este contexto es muy riesgoso abrir el cepo. Además, la fuerte caída del impuesto inflacionario está facilitando una recuperación económica relativamente rápida. La apuesta pareciera ser llegar a las elecciones de octubre 2025 con credenciales fiscales confirmadas y una baja sostenida de inflación. Un mayor caudal político en el Congreso reforzaría el proceso de cambio, y permitiría relajar el cepo con menores riesgos. El peligro mayor es la falta de reservas en la transición, que puede moderarse con un buen superavit energético, un blanqueo muy exitoso y/o el ingreso temprano de inversiones extranjeras.

El gobierno ha logrado un notable éxito controlando la inflación mientras mantiene la necesidad de subir el precio de las tarifas (**Figura 21**). Lamentablemente, los analistas avisan un desafío creciente para lograr un quiebre inflacionario por debajo del 3% mensual (**Figura 22**). A esta perspectiva, las autoridades responden con una reforzada señal fiscalista y estabilidad cambiaria. La dinámica económica con superavit fiscal ofrece la posibilidad de romper la inercia inflacionaria. En realidad, algunos economistas, John Cochrane de la Universidad de Stanford, el más sobresaliente en los últimos años, resaltan el rol fundamental que un ajuste fiscal permanente tiene en una baja de inflación sustentable. La historia argentina probablemente haya entrenado a los argentinos a comportarse bajo los principios que asume Cochrane, o de expectativas racionales. Al mismo tiempo, una historia de fracasos y fuerte inercia inflacionaria atentan contra el mismo éxito de la estrategia.

Bajar la inflación subiendo el precio de las tarifas es sin duda un reto complejo, en particular dada la inercia histórica que la inflación ha mostrado en la experiencia argentina. Afortunadamente, el gobierno ha avanzado bastante en la normalización de precios relativos, pero todavía le queda un esfuerzo adicional (**Figura 23**). De acuerdo al Presupuesto 2025, recientemente presentado al Congreso, ese esfuerzo representará 0,3% del PBI, contra los 0,4% del PBI que se estiman para este año. Un mayor ingreso impositivo, ayudado por una esperada recuperación económica, también permitiría compensar la pérdida de más de 1% del PBI que se deriva de la eliminación del impuesto PAIS.

Las proyecciones del Presupuesto 2025 despiertan algunas dudas entre los analistas del mercado, particularmente los supuestos macroeconomicos, pero la mayoría de los economistas ya no dudan de la capacidad del gobierno de volver a alcanzar un superavit financiero de las cuentas fiscales (**Figura 24**). Esta percepción representa un cambio fundamental en la dinámica macroeconómica del país, que debiera ayudar a alinear expectativas y disciplinar otras conductas más adaptativas.



	2023	2024*	2025*
Ingresos fiscales	17.0	16.7	16.5
Ingresos impositivos	10.0	10.3	9.9
IVA	3.5	3.6	3.4
Ganancias	1.6	1.7	1.8
Derechos de exportación	0.8	1.0	1.5
Derechos de importación	0.6	0.5	0.6
PAIS	0.8	1.0	0.0
Aportes y contribuciones Seg. Social	5.1	5.1	5.6
Resto ingresos fiscales	1.9	1.2	0.9
Gastos primarios	19.8	15.0	15.1
Remuneraciones	2.7	2.1	2.2
Bienes y servicios	0.7	0.6	0.7
Prestaciones de Seg. Social	6.8	6.1	6.3
Transferencias corrientes	7.3	5.2	5.0
Déficit op. Empresas Públicas	0.6	0.4	0.2
Resto Gastos corrientes	0.0	0.0	0.0
Gastos de capital	1.6	0.6	0.7
Resultado primario	-2.7	1.5	1.3
Intereses y otras rentas de prop.	1.7	1.5	1.3
Resultado financiero	-4.4	0.0	0.0

Fuente: EcoGo

La **Figura 25** presenta un resumen de las proyecciones implícitas en el Presupuesto 2025. La combinación de un crecimiento esperado de 5% y una inflación proyectada de 18,3% en el año tiene un sesgo claramente optimista. La inercia inflacionaria histórica hace dudar de una baja en la inflación tan rápida y acentuada, en particular mientras la economía goza de una sostenida recuperación. La clave para lograrlo, es aceptar que el ajuste fiscal sostenido finalmente logrará traspasar al proceso inflacionario. En el proceso, se espera que el gobierno mantenga su ancla cambiaria, con un tipo de cambio oficial que se deprecia al 2% hasta que la inflación descienda por debajo de ese ritmo, para converger a 0% en los meses subsiguientes.

La falta de dólares personifica la principal fragilidad que enfrenta la estrategia oficial. Algunas proyecciones indican que el Banco Central podrían perder algo más de USD10 mil millones del flujo proyectado para este año, principalmente explicado por una fuerte recuperación de las importaciones y de los servicios en el exterior (**Figura 26**). En este contexto, la política de precio *blend* para las exportaciones, 20% del contado con liquidación y 80% del dólar oficial, seguiría abasteciendo el mercado paralelo para contener la brecha cambiaria, pero a costa de una importante pérdida de reservas para la autoridad monetaria. Un significativo aumento del superavit energético, un blanqueo impositivo exitoso y/o la llegada temprana de inversión extranjera podrían mitigar enormemente este fenómeno, y el gobierno apuesta a la combinación de los mismos.

Obviamente, las autoridades económicas tienen la alternativa de liberar el mercado cambiario anticipadamente, sufrir el impacto inflacionario potencial, y obtener financiamiento para crecer más rápido. Pero en las circunstancias actuales, ello podría ser muy riesgoso y costoso para los sectores más vulnerables. La **Figura 27** ilustra que todavía existe un enorme excedente de pesos que potencialmente amenazan la estabilidad cambiaria y monetaria. Además, los salarios en USD siguen siendo muy bajos, el costo tarifario es en USD, el sector privado tiene exceso de dólares, y lo más importante, es que muy probablemente la inflación pueda seguir bajando manteniendo la postura fiscal actual.

En conclusión, el gobierno apunta a quebrar la inflación con su comportamiento y su estabilidad cambiaria. Mientras tanto, va conteniendo el exceso de pesos, ayudado por el aumento de la demanda por dinero, el estiramiento de los vencimientos de deuda del sector público, y los swaps de monedas que reemplazan deudas en USD actuales por compromisos de más largo plazo (**Figura 28**). Y, al mismo tiempo, va confirmando su firme convicción que el equilibrio fiscal no sólo es alcanzable, sino también innegociable. La verdadera incertidumbre pareciera recurrentemente volver a centrarse en el apoyo de la sociedad, la que hasta ahora ha sorprendido gratamente por un sustento pocas veces visto en la historia del país.

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.

F25. La macroeconomía del Presupuesto

	Unidad	2023	2024	2025
PBI	Var. %i.a.	-1.6%	-3.8%	5.0%
IPC (Dic)	Var. %i.a.	211.4%	104.4%	18.3%
TCN (Dic)	\$/USD	642.0	1019.9	1207.0
Exportaciones	M de USD	82,947	95,414	104,030
Importaciones	M de USD	92,300	73,442	83,282
Saldo Comercial	M de USD	-9,353	21,972	20,748

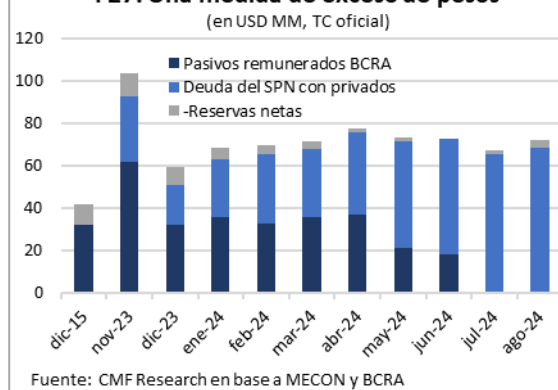
Fuente: Ministerio de Economía

F26. Superávit comercial cambiario Versión 2025

Importaciones sin restricciones y dólar <i>blend</i>				
US\$M	2022	2023	2024 (e)	2025 (e)
Balance comercial de aduana (embarques)	6,923	-6,926	20,000	14,000
Exportaciones (FOB)	88,446	66,788	77,500	84,000
Importaciones (CIF)	-81,523	-73,714	-57,500	-70,000
Balance Comercial Cambiario	16,606	10,735	13,000	-2,000
Ventas de exportadores	90,533	61,664	62,000	67,000
Pagos de importaciones (CIF)*	-73,927	-50,929	-49,000	-69,000
Ventas de exportadores en el MEP	No había	2,200	15,500	17,000
Pagos pisados de importaciones	7,596	22,785	8,500	1,000

(*): Incluye pago de fletes y seguros
Fuente: Macroviews

F27. Una medida de exceso de pesos



F28. Fortalecimiento de la demanda por dinero

