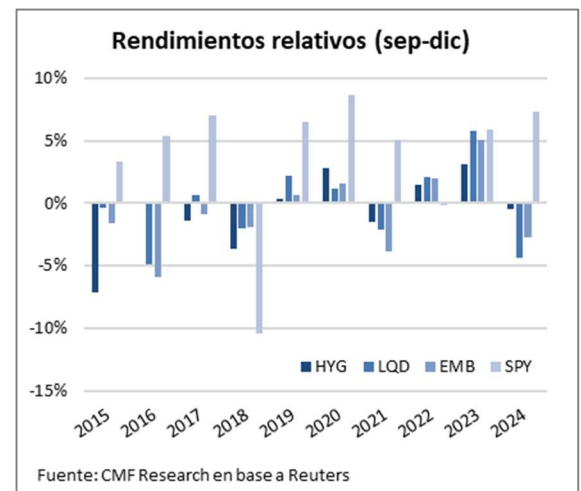
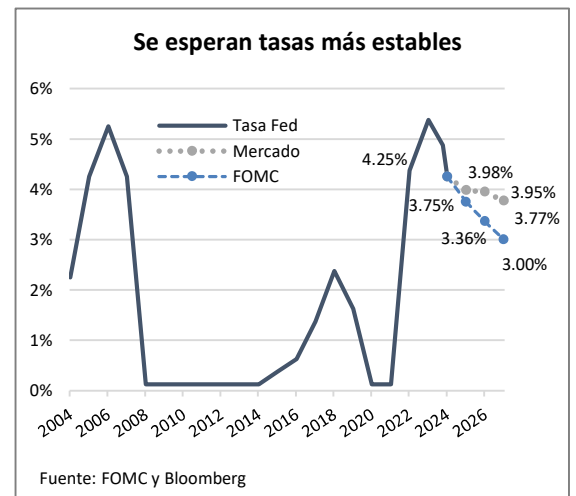


20 de diciembre de 2024, Vol 4, #4

## Trump profetiza volatilidad financiera

- Una economía robusta dificulta mayor convergencia inflacionaria.** Los indicadores más recientes de precios sugieren cierto estancamiento en los niveles inflación de países desarrollados. Asimismo, las estimaciones de actividad económica siguen sorprendiendo al alza. Mientras tanto, el mercado laboral continúa experimentando estabilidad a bajos niveles de desempleo. En un par de meses, los riesgos de recesión se han simplemente esfumado para las principales economías del mundo.
- La agenda económica de Donald Trump es la principal amenaza al equilibrio actual.** Trump profetiza medidas económicas que muy probablemente sobrecalienten una economía que se encuentra en pleno empleo, reduzcan aún más la oferta laboral neta, y signifiquen un nuevo *shock* temporario a una inflación renuente. Asimismo, su sesgo para reducir impuestos coacciona la ya delicada situación fiscal, exacerbando una preocupante dinámica de deuda pública. Nuevas inquietudes fiscales también se evidencian en otros países relevantes, como ser Francia, Alemania o Corea del Sur.
- Una importante suba en los tipos de interés ha sido el primer síntoma de una convulsión política que tiene final abierto.** Los analistas de mercado todavía esperan que la *FED* siga bajando sus tasas de interés en 2025, pero para mantenerse más de 100 pbs por encima de lo que se creía hace apenas unos meses. De todas maneras, el riesgo mayor recae en las tasas de largo plazo, extremadamente sensibles a lo que terminen siendo las decisiones de política de la nueva administración americana.
- El dilema de los activos de riesgo.** El contexto actual favorece a los activos de riesgo, principalmente las acciones. Sin embargo, las altísimas valuaciones accionarias, particularmente en los EEUU., sumado a los mismos riesgos de la nueva agenda económica republicana, más los crecientes peligros geopolíticos, aconseja cautela. Las promesas de Trump casi que garantizan una creciente volatilidad en los mercados financieros en general.
- Argentina: quebrando la inercia inflacionaria.** Un mantenimiento fervoroso de la disciplina fiscal finalmente facilitó una baja continuada de la inflación. Y una mayor disminución en la inflación en los meses siguientes es más que probable, junto con una reducción de la tasa de devaluación. Un peso relativamente fuerte y grandes necesidades de dólares siguen siendo la fragilidad mayor del esquema actual. Pero el mantenimiento del cepo y la mayor oferta de financiamiento corporativo permiten avizorar una transición relativamente ordenada y constructiva, al menos hasta las elecciones de mediado término.



## I. La convergencia inflacionaria se desacelera

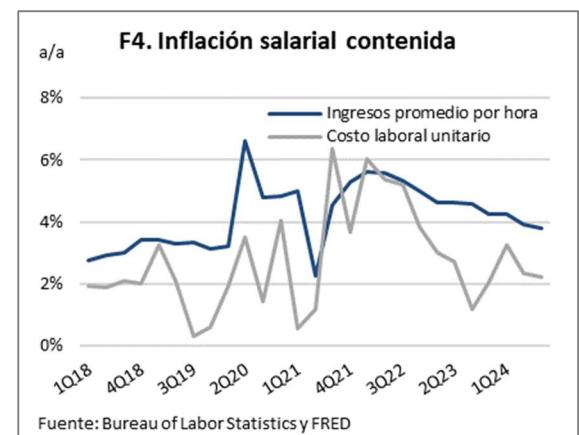
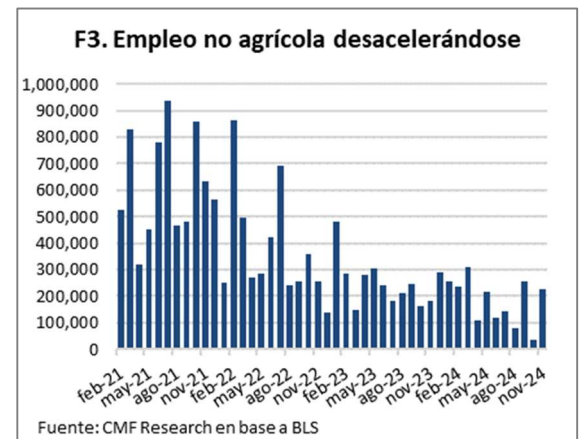
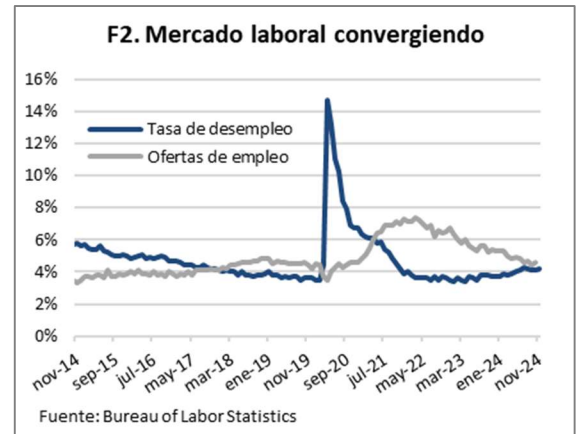
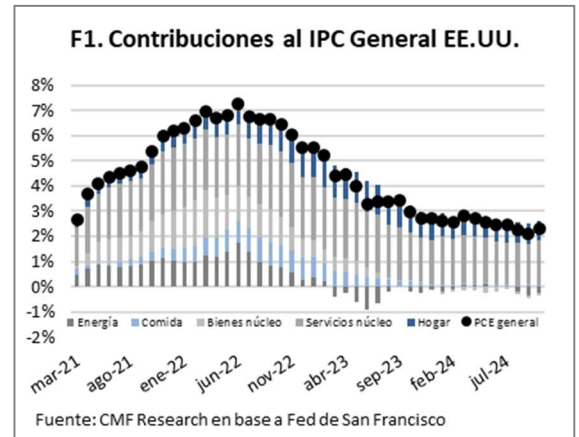
La inflación en las principales economías del planeta ha dejado de caer en los últimos 4 meses (**portada**). El último registro disponible (noviembre) de inflación núcleo derivada de los índices de gasto personal (*Core PCE*), indicador inflacionario preferido por la *FED*, ascendió a 0,1% mensual y 2,8% en 12 meses, estancándose en un nivel todavía elevado, o quebrando la aparente trayectoria decreciente de los meses previos. De igual forma, el índice de inflación núcleo para la comunidad europea (CE) arrojó una suba de 2,7% en octubre, lejos del compromiso actual del 2%, y más aún de los niveles alcanzados pre-pandemia Covid. Un comportamiento similar mostró el índice de precios minoristas de EEUU., reportando un paulatino ascenso en el precio de servicios núcleo, los precios más resilientes a las altas tasas de interés hasta el momento (**Figura 1**).

Una imagen similar se observa en el mercado laboral de las mismas economías. Los niveles de desempleo se han mantenido bajos desde una perspectiva histórica: 4,2% en EEUU. y 6,3% en la CE. En Norteamérica, las cifras del mes de octubre reportan un nivel de puestos disponibles de 7,7 millones (ajustado por estacionalidad), en un mercado con un stock de desempleados que sigue por debajo de ese volumen (7,1 millones) (**Figura 2**). En el mercado laboral europeo estos números son un poco más holgados, pero todavía sugieren una economía produciendo a niveles de casi pleno empleo.

El crecimiento del empleo no agrícola ha seguido una tendencia descendiente que ya lleva más de dos años, pero ha mostrado una alta volatilidad reciente, particularmente afectada por factores climáticos (huracanes) o de huelgas importantes (trabajadores de puertos). Sin embargo, en los últimos 4 meses, el crecimiento promedio fue de 150.000 puestos de trabajo al mes; cifra que generalmente se asocia a un nivel de crecimiento moderado o de tendencia (**Figura 3**).

Otro reflejo de un aparente equilibrio del mercado de trabajo lo representa un costo laboral contenido. En los EEUU., el ingreso laboral por hora sigue subiendo al 4% anual aproximadamente. Mientras que el costo unitario del trabajo se ubica en 0,8% al año, o no muy lejos de su comportamiento histórico (**Figura 4**). Igualmente, el mercado laboral americano ciertamente ha sido beneficiado por un excepcional crecimiento de productividad reciente, y es razonable dudar sobre su continuidad en el tiempo.

Los analistas todavía esperan una moderada desaceleración en el ritmo de crecimiento económico en Norteamérica. En particular, la proyección promedio encuestada por *Bloomberg* indica que los participantes del mercado esperan que el crecimiento económico se desacelere de 2,7% este año a 2,1% en 2025. Para Europa, el mismo sondeo espera una leve recuperación de 0,8% estimado para este año, a 1,1% para el año próximo. Aún a pesar de esta mejora relativa en Europa, y el preocupante estancamiento en los niveles de inflación, tanto el BCE como la *FED* acaban de bajar sus tasas respectivas en 25pbs., pero las dudas se centran en los próximos pasos de política.



## II. La agenda de Trump amenaza la estabilidad lograda

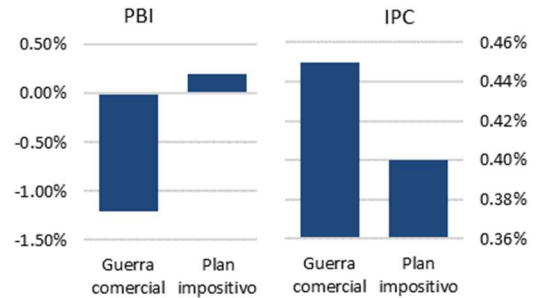
Donald Trump ha basado su campaña electoral en tres promesas económicas que no parecen ser las más adecuadas para una economía que está funcionando a pleno empleo. Su propuesta de bajar impuestos aumentaría la capacidad de compra de la sociedad y la presión sobre la inflación, y al mismo tiempo, muy probablemente, empeoraría la ya delicada situación fiscal. De la misma forma, la protección arancelaria al comercio exterior implicaría, en el mejor de los casos, un aumento permanente del nivel de precios y uno temporario de la inflación. Por último, su voluntad de perseguir aquellos inmigrantes hoy indocumentados también se espera que tenga un efecto fuertemente restrictivo sobre la oferta laboral, tensionando nuevamente el equilibrio actual del mercado laboral.

La **Figura 5** resume lo que los analistas consultados por *Bloomberg* esperan sea el impacto de las políticas propuestas por Trump en dos dimensiones claves, como ser el crecimiento económico y la inflación. El impacto inflacionario es indudablemente alcista, estimado en al menos medio punto porcentual en el primer año de aplicación de las nuevas medidas. El impacto sobre el crecimiento es más incierto, dependiendo si la suba de aranceles genera o no una respuesta similar de los socios comerciales. En la primera administración de Trump, y con una suba arancelaria mucho menor que la propuesta actualmente, se vio negativamente afectada la inversión y no se observó un impacto notable sobre el nivel de crecimiento, ni sobre el balance comercial. A una conclusión similar arriba la *Tax Foundation*, según su modelo de equilibrio general (**Figura 6**). El mencionado ejercicio sugiere que el impacto de los mayores aranceles será definitivamente negativo sobre el crecimiento, la inversión y el empleo.

Otro exponente crítico del balance de dichas políticas serán las cuentas fiscales. Según el comité por un presupuesto responsable (*CRFB*), las propuestas de Trump implican un aumento en el déficit público de largo plazo de más de 2,5% del PBI (**Figura 7**). Ese mismo comité resalta que, de confirmarse, las nuevas políticas fiscales podrían llevar la deuda pública, como mínimo, a 143% del PBI (contra 100% hoy, y frente a una tendencia que la sitúa en 125% en el año 2035). La esperanza es que una fuerte reducción del gasto y de la regulación también sean parte de la nueva administración, como pregona Elon Musk, pero no hay detalles sobre ese plan, y el gasto ha mostrado ser extremadamente inflexible a la baja en años recientes.

La dimensión migratoria y su impacto sobre el mercado laboral también puede ser muy significativo. Trump menciona la irregularidad de 11 millones de indocumentados, los que representan más del 5% del total de la fuerza laboral. Vale recordar que casi el 19% del total de la fuerza laboral americana ha nacido en el exterior. La **Figura 8** ilustra la importancia de la inmigración en el crecimiento del empleo anual en los últimos años, siendo hasta más importante que el empleo nativo. Es por ello, que una potencial reducción de la oferta de inmigrantes, y su impacto sobre el resto de la oferta total de trabajo, puede también quebrar el equilibrio alcanzado.

**F5. Más inflación y menos impuestos**



Fuente: CMF Research en base a Bloomberg Economics

**F6. Estimando los efectos tarifarios**

|                             |          |
|-----------------------------|----------|
| PBI                         | -0.80%   |
| Stock de capital            | -0.70%   |
| Salarios antes de impuestos | 0.00%    |
| Trabajo de tiempo completo  | -684,000 |

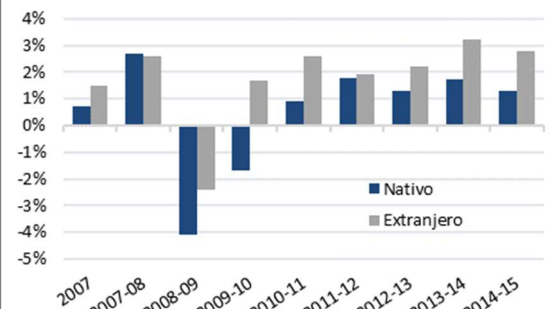
Fuente: Tax Foundation General Equilibrium Modelo, 2024

**F7. El impacto fiscal puede ser significativo**

|                                | Gasto Primario | Gasto Total | Ingreso | Déficit total | Deuda |
|--------------------------------|----------------|-------------|---------|---------------|-------|
| Harris (2035)                  | 21.8%          | 26.2%       | 18.1%   | 8.1%          | 133%  |
| Trump (2035)                   | 21.0%          | 25.7%       | 16.1%   | 9.6%          | 142%  |
| Ley Actual (2035)              | 20.9%          | 25.1%       | 18.0%   | 7.0%          | 125%  |
| Año fiscal actual (2025)       | 20.1%          | 23.5%       | 17.0%   | 6.5%          | 102%  |
| Promedio histórico (1974-2023) | 19.0%          | 21.0%       | 17.3%   | 3.7%          | 48%   |

Fuente: CRFB.org

**F8. Mercado laboral muy sensible a la inmigración**



Fuente: Bureau of Labour Statistics

### III. El mercado comienza a incorporar un futuro más incierto

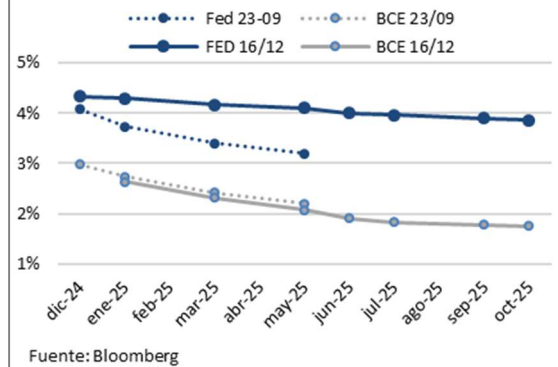
Cualquier preocupación respecto a las políticas de la nueva administración americana debiera ser crecientemente proporcional a la fortaleza de la economía. Y la descripción de una economía robusta, creciendo vigorosamente, en uso pleno de los factores productivos, fue exactamente la caracterización que dejó el último diagnóstico de la *FED*, el miércoles pasado. Tal confluencia de plan y realidad explica la brutal reacción que se observó en los mercados financieros desde entonces. Las autoridades de la *FED* no sólo desecharon cualquier riesgo de recesión, sino que también reconocieron cierta resiliencia en el comportamiento de la inflación post pandemia, en principio no relacionada con el mercado laboral. Coloquialmente, reconocieron cierta ignorancia y limitada capacidad para quebrar esa resistencia inflacionaria.

La respuesta inmediata al contexto descrito fue una baja de 25pbs en la tasa de política monetaria, pero compensada por una reducción substancial en la proyección de bajas futuras (**Figura de portada**). El comité de política monetaria de la *FED* anticipó creer que su tasa de política sólo bajará 50pbs en el transcurso del 2025, y otros 40pbs el año siguiente. Por el contrario, los activos financieros implícitamente sugieren que ahora se espera que la tasa de política monetaria prácticamente oscilará alrededor del 4% en los próximos dos años, o simplemente 25pbs debajo del nivel actual (**Figura 9**).

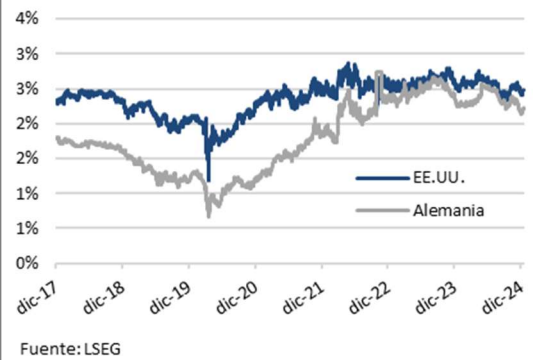
Consistente con esa percepción general, a juzgar por el mercado de *swaps*, la expectativa implícita de inflación en los últimos 5 años de la próxima década en EE.UU. se sitúa en 2,25%, mientras que la misma en Europa es consistente con una inflación de 2,02% (**Figura 10**). Sin embargo, la tasa real en el plazo de 10 años en los EE.UU. acaba de alcanzar un nuevo máximo de 2,20%, comparable al período de mayor incertidumbre inflacionaria a principios del 2024, y muy por arriba de cualquier medición de tasa real de largo plazo post gran crisis financiera global en 2008/9 (**Figura 11**).

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 contraste, la tendencia de tasas reales de los últimos tiempos ha mostrado un sesgo nitidamente descendiente, explicada por sucesivas innovaciones financieras, y reforzada recientemente 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%, con tasas reales cercanas a cero o negativas desde la crisis financiera global de 2008/2009. Reconocido esto, la experiencia de Trump en su primer mandato sugiere que las tasas pueden subir un poco más. La **Figura 12** ilustra el incremento observado en la tasa del tesoro al comienzo de su primer mandato, cuando esta tasa real era negativa, en comparación con la situación actual.

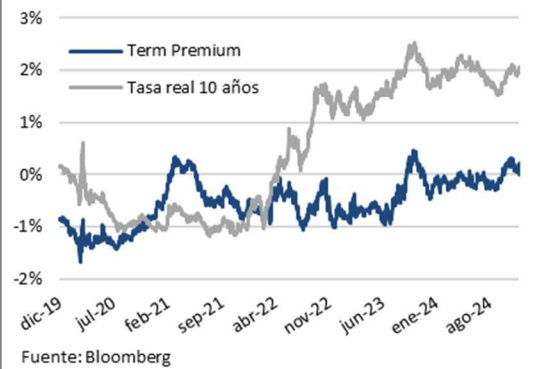
**F9. Expectativas de tasa de política monetaria**



**F10. La perspectiva inflacionaria se ajusta**



**F11. Suben las tasas reales**



**F12. La experiencia del 2016 como guía**  
(cambio en la tasa del Tesoro 10 años)



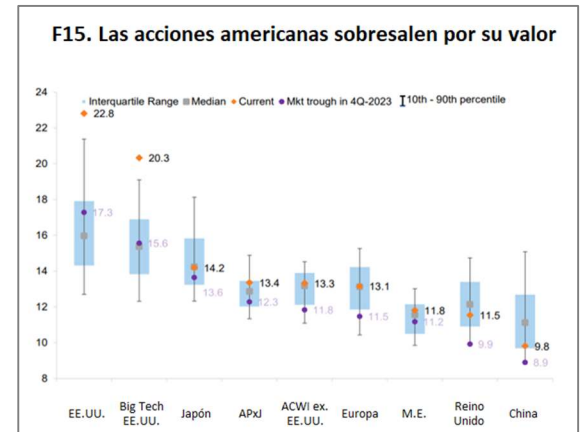
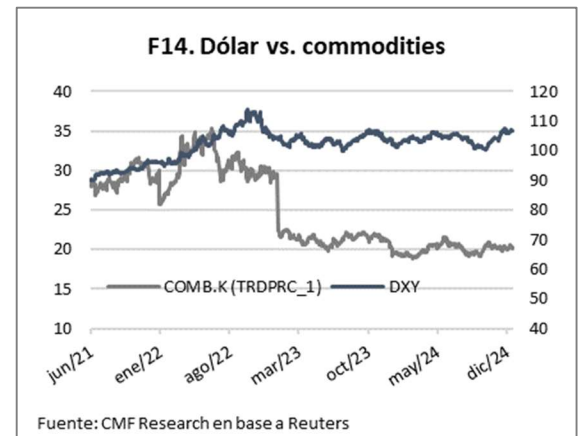
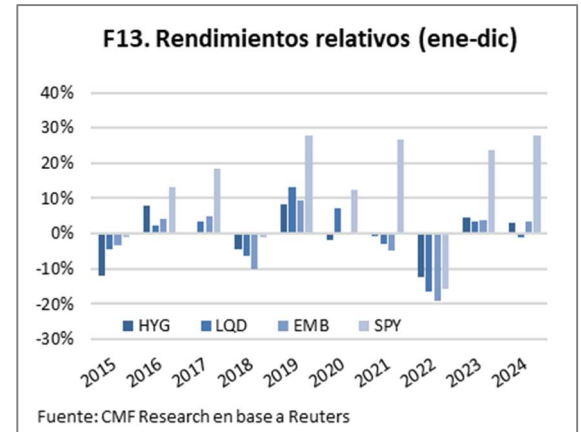
#### IV. El dilema actual de los activos de riesgo

La baja de impuestos y la suba de la protección arancelaria sugiere un estímulo para los activos de riesgo, principalmente las acciones, que al mismo tiempo son activos defensivos respecto a la inflación; el daño colateral más probable de las mismas políticas. Tal preferencia se reflejó en la *performance* relativa de los últimos meses, cerrando un año extraordinario para los activos accionarios americanos. (**Figura 13 y de portada**). El dólar también se espera sea el beneficiario principal de la agenda económica de Trump, a costo de las *commodities*, que debieran sufrir, en el agregado, el impacto de un dólar fortalecido (**Figura 14**).

Lamentablemente, reconociendo la buena perspectiva que debieran tener estos activos de riesgo, no necesariamente deben ser una buena guía de inversión en 2025. En particular, y exacerbado por el buen rendimiento reciente, la valuación relativa de las acciones americanas debieran ser una razón más bien para la cautela (**Figura 15**). 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. Una relación de precio sobre rendimiento de casi 23 representa un desvío notable respecto de las valuaciones históricas, ofreciendo margen para la desconfianza.

Una baja volatilidad relativa en las acciones recientemente confirma el buen comportamiento de los activos accionarios americanos, pero también resalta el riesgo de una fuerte reversión en ese mercado (**Figura 16**). Por el contrario, la altísima volatilidad experimentada por los bonos en los últimos dos meses denota una debilidad enorme de estos activos en el contexto actual. Al mismo tiempo, los niveles de tasas largas, desde una perspectiva histórica, brindan cierta motivación para anclar un buen nivel de rendimiento por un período largo. Difícilmente se pueda precisar hoy si la tasa de equilibrio americana debiera estar más cerca del 4% que del 2% histórico. El deterioro fiscal y la volatilidad inflacionaria tal vez pueden cerrar esa brecha, pero es esperable que ya estuviesen mayormente incorporadas en los niveles actuales.

En resumen, aun considerando la posibilidad de un escenario beneficioso principalmente para los activos de riesgo, la vulnerabilidad de las acciones y los altos niveles de tasas de interés aluden más que nunca la ventaja de la diversificación. Dentro del universo de bonos, en un escenario de crecimiento económico es más razonable arriesgar por los activos de mayor retorno, o los créditos de menor calidad. Este espacio puede incluir a los activos emergentes, siempre y cuando los mismos no sean vulnerables al precio de las *commodities*, como es el caso de los bonos de países latinoamericanos. Sin embargo, a las tasas actuales, una apuesta conservadora todavía puede individualizarse por los bonos de grado de inversión. En otras palabras, frente a las valuaciones actuales, la diversificación hoy aparece como la mejor estrategia de inversión.



## V. Argentina: quebrando la inercia inflacionaria

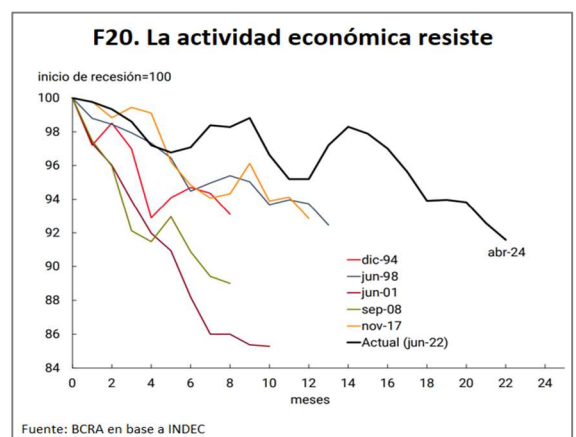
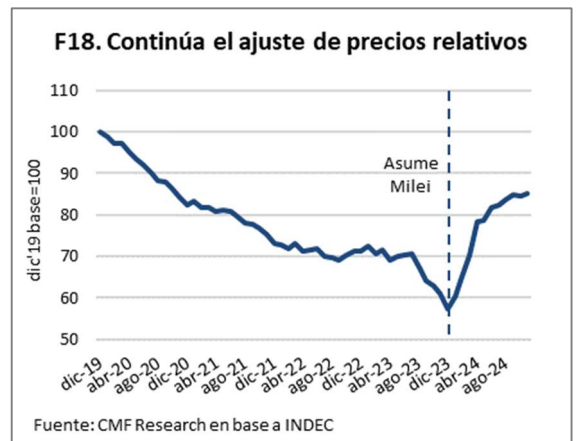
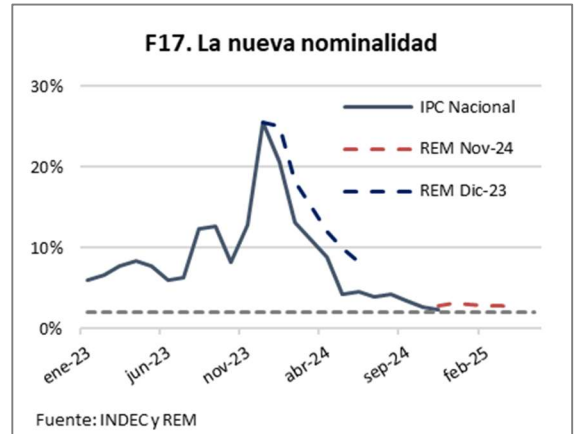
Un firme mantenimiento de la disciplina fiscal, junto con una estabilidad cambiaria sostenida, finalmente facilitó una baja continuada de la inflación. Y una mayor disminución en los meses siguientes es lo más probable, reforzada por la inminente reducción de la tasa de devaluación. Un peso relativamente fuerte y grandes necesidades de dólares siguen siendo la fragilidad mayor del esquema actual. Pero el mantenimiento del cepo y la mayor oferta de financiamiento corporativo post blanqueo permiten avizorar un proceso relativamente ordenado; al menos hasta las elecciones de mediado término, o cuando el gobierno espera obtener un mayor caudal político a fin de reforzar el proceso de cambio y relajar el cepo con menores riesgos.

El gobierno ha logrado un notable éxito controlando la inflación mientras mantiene la necesidad de subir el precio de las tarifas. En el proceso, el descenso de la inflación siempre desafió perspectivas menos optimistas de los analistas. (Figura 17). A esta incredulidad, las autoridades han respondido con una ineludible señal fiscalista y solidez cambiaria. Como fuera señalado oportunamente, el rol disciplinador de la política fiscal ha sido continuamente subestimado en la Argentina. Y la realidad terminó acreditando esta suerte de "teoría fiscal de la inflación" (J. Cochrane entre sus más reconocidos mentores).

Seguir bajando la inflación mientras se continúan ajustando los precios relativos es sin duda un objetivo desafiante, 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; aunque todavía le queda un esfuerzo adicional (Figura 18). 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.

Los números fiscales continúan revelando que el superávit fiscal es el objetivo central del gobierno. El ajuste sobre partidas de gastos, que inicialmente lucía insostenible, se verificó sustentable (Figura 19). Y las autoridades tuvieron la habilidad de bloquear distintos intentos del Congreso incorporando subas de gastos sin ingresos asociados. Al día de hoy, nadie duda de la determinación del gobierno a sostener el superávit fiscal en 2025, donde 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.

Los últimos indicadores de actividad refuerzan esa perspectiva. Esta semana el INDEC dio a conocer el dato del avance del PBI del tercer trimestre, que mostró una suba de 3,9% respecto al trimestre anterior. Por primera vez, luego de tres trimestres consecutivos a la baja, la actividad mostró una saludable recuperación, principalmente explicada por una excelente performance de la inversión y el consumo privado. En términos relativos, el ajuste fiscal tuvo un impacto en el nivel de actividad menor a lo anticipado (Figura 20).



La falta de dólares personifica la principal fragilidad que enfrenta la estrategia oficial. La **Figura 21** revela la necesidades de financiamiento externo que el país enfrenta en los próximos años. Un cierre exitoso de esas necesidades este año dependió fundamentalmente de un formidable superávit comercial y del mantenimiento del cepo a los movimientos de capital. Para el año próximo, algunas proyecciones indican que el Banco Central podría perder casi USD10 mil millones del flujo proyectado para este año, principalmente a causa de una fuerte recuperación de las importaciones y de los servicios en el exterior, más la intervención remanente de la política de precio *blend* para las exportaciones. En contraposición, muy particularmente a partir del blanqueo impositivo de este año, se ha visto un fuerte resurgir del financiamiento privado externo. Entre enero y noviembre, solamente el mercado de capitales local generó financiamiento por USD18 mil millones MEP, o más del doble del año previo (**Figura 22**). Se espera que junto a la baja del riesgo país, el gobierno también comience a recuperar sus propias fuentes de financiamiento externas, incluyendo la ayuda multilateral, en especial del Fondo Monetario Internacional.

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. Todavía estimamos un excedente de pesos equivalente a más de USD50 mil millones, y cualquier liberalización de los controles son una potencial amenaza a la estabilidad cambiaria y monetaria. Sin cepo, los tenedores privados de \$72 billones de bonos públicos (más del 10% del PBI) muy probablemente prefieran substituir parte de esa inversión, dificultando la capacidad financiera del gobierno y, al mismo tiempo, desafiando la estabilidad actual de los tipos de cambio.

El probable mantenimiento del cepo explica la expectativa implícita en los mercados financieros de las tasas de inflación y devaluación para los próximos meses y la relativa convergencia en el retorno esperado de activos en pesos y en dólares (**Figura 23**). Una creciente confianza anti-inflacionaria debiera seguir sosteniendo la demanda por pesos, y permitir nuevas bajas en los tipos de interés. Igualmente, a los valores actuales, es posible también pensar que los activos en USD ofrecen una atractiva combinación de retorno/riesgo. Las acciones argentinas han sido también grandes beneficiarias de los logros macroeconómicos alcanzados (**Figura 24**). La mejor historia crediticia del sector privado, más la buena perspectiva que hay sobre algunos sectores específicos, explican parte de la euforia accionaria reciente. La relación de precio sobre ganancias sigue siendo relativamente muy baja en la Argentina. De todas maneras, acercarse a los patrones internacionales exigirá progresos robustos en el camino a una normalidad económica que no se ha podido sostener, por lo menos, en los últimos 30 años.

**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.*

