

18 de febrero de 2025

# Global Outlook Update

## Mientras las tarifas siguen en escena, sorprendió el IPC

Mientras que el tema tarifas sigue en los titulares, la publicación del IPC sorprendió al mercado. Focalizando en la variación mensual de la definición "core", es decir sin alimentos ni energía, **el dato publicado no sólo superó al consenso (0,4% vs. 0,3%), sino que ha sido el más alto desde marzo del año pasado, superando claramente al promedio de los últimos 12 meses.**

En lo que respecta al **calendario económico**, será una semana **sin indicadores de gran relevancia**. Destacamos la publicación de indicadores de actividad económica relacionados con el sector vivienda. También se darán a conocer las **minutas de la última reunión del FOMC. Varios integrantes del Sistema de la Reserva Federal tienen agendadas presentaciones. El Tesoro de EE.UU. licitará deuda a tasa fija a 20 años.**

Como mencionamos en nuestro informe anterior, el efecto neto del Reporte de la Situación de Empleo terminó reforzando las expectativas que el FOMC deberá ser más "hawkish" que lo expresado por el SEP de diciembre. **Tras la publicación del IPC, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME el mercado sigue descontando para el bienio 2025/2026 una perspectiva más "hawkish" a la del FOMC.**

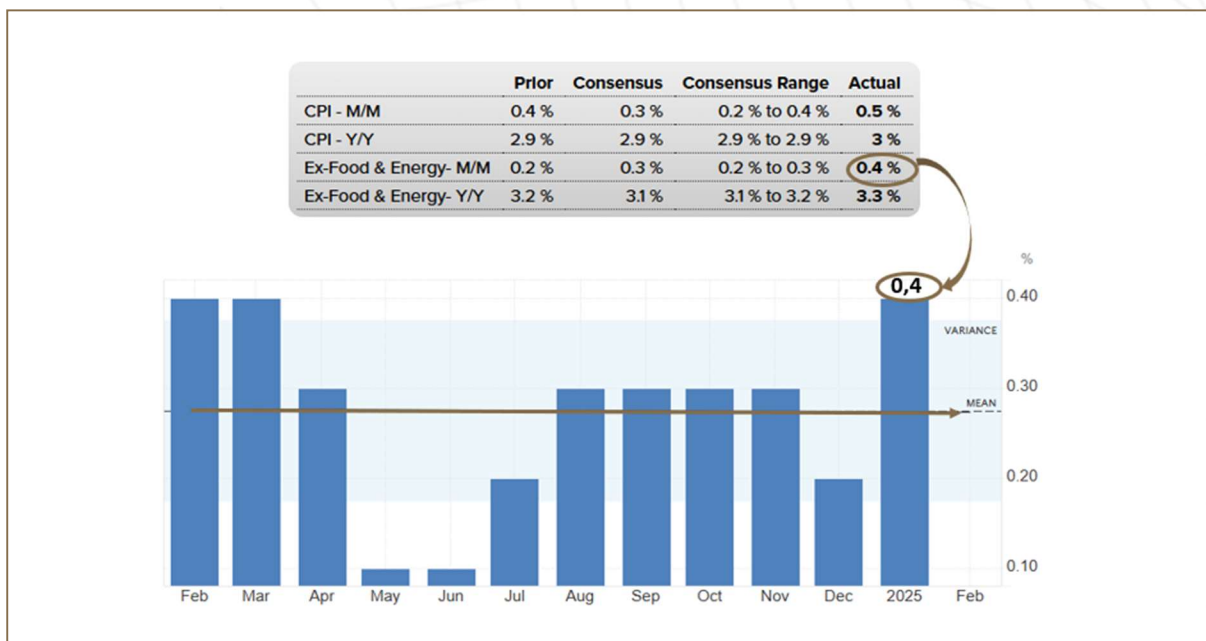
Dentro de nuestros lineamientos de acotar riesgo duración y moneda en los portafolios de deuda, pero al mismo tiempo permitirnos asumir riesgo crédito, **en el presente reporte estamos sugiriendo a la clase de activo "deuda emergente de corta duración" como una alternativa atractiva para captar alto rendimiento acotando volatilidad.**

En los últimos años, EE.UU. ha liderado el desempeño accionario, pero **las altas valuaciones y la concentración del mercado invitan a considerar una diversificación**. Este año el desempeño de Europa viene superando a EE.UU., favorecido por valuaciones más atractivas, la expectativa de recortes de tasas en la Eurozona y posibles avances en la resolución del conflicto en Ucrania.

## ECONOMÍA

Mientras que el tema tarifas sigue en los titulares, la publicación del IPC sorprendió al mercado. Focalizando en la variación mensual de la definición "core", es decir sin alimentos ni energía, el dato publicado no sólo superó al consenso (0,4% vs. 0,3%), sino que como puede apreciarse en la figura n°1, ha sido el más alto desde marzo del año pasado, superando claramente al promedio de los últimos 12 meses.

Figura n°1: IPC "core" – variación mensual (%)

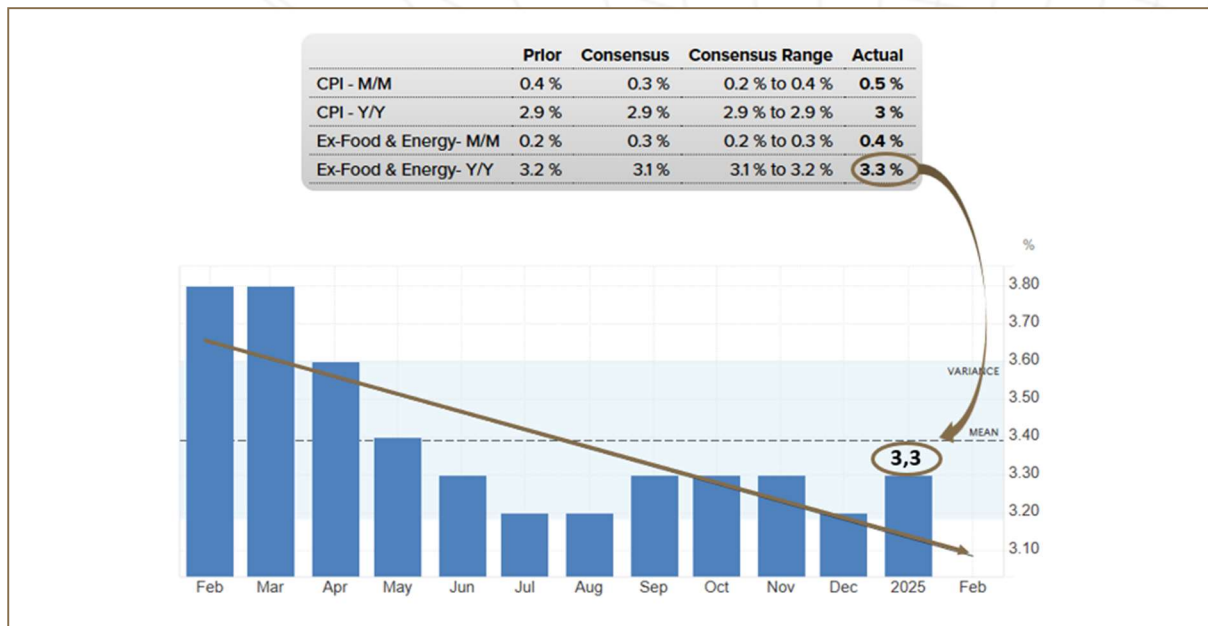


Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

En realidad, el dato publicado de inflación ha sido consistente con nuestra preocupación expresada en el reporte anterior, en el sentido que las ganancias promedio por hora trabajada ("Average Hourly Earnings"), habían superado claramente al consenso (4,1% vs. 3,8%) y que su lectura previa había sido revisada al alza de 3,9% a 4,1%.

En la figura n°2 destacamos la información correspondiente a **la variación interanual** del indicador que estamos analizando, la cual **también quedó por encima del consenso de estimaciones (3,3% vs. 3,1%)**, divergiendo con respecto a la tendencia bajista de los últimos 12 meses.

Figura n°2: IPC "core" – variación interanual (%)



Fuente: en base a Econoday & Trading Economics

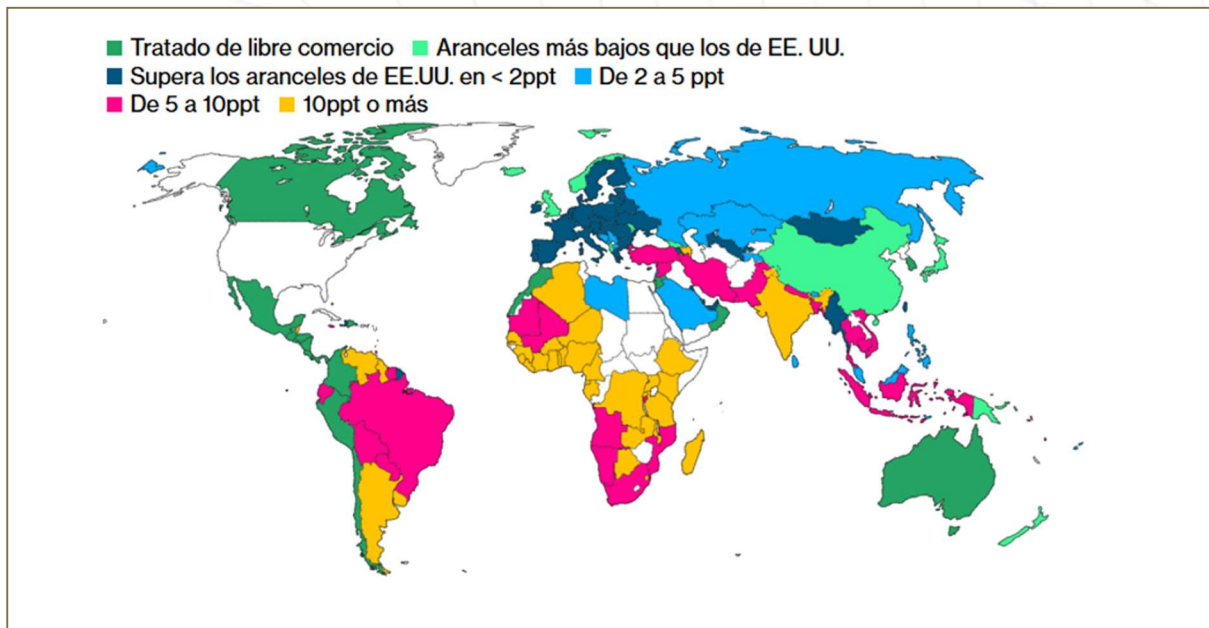
Durante la semana pasada, también se dieron a conocer algunos indicadores relacionados con el nivel de actividad, con resultados ambiguos. Por un lado, las ventas minoristas decepcionaron con una caída de 0,9% en enero, muy por debajo de las expectativas de una caída de sólo 0,1%. Las ventas minoristas "core", que excluyen ventas de automóviles, materiales de construcción y combustibles, también cayeron un 0,5%. Por otro lado, la producción industrial creció 0,5% en enero, superando el consenso de un aumento del 0,3%.

Volviendo al tema de las tarifas, Donald Trump ordenó al Departamento de Comercio que estudie país por país cómo ajustar las tasas arancelarias de EE.UU. a los socios comerciales para que coincidan con sus aranceles y barreras no arancelarias existentes, como los impuestos al valor agregado y los subsidios a la industria. Se espera que el estudio se complete el 1º de abril. Trump también dijo que impondría aranceles a los automóviles, semiconductores y productos farmacéuticos más allá de la tasa recíproca. Trump atribuye los déficits comerciales bilaterales de EE.UU. a prácticas comerciales desleales, malos acuerdos negociados por sus predecesores o una combinación de ambos.

Líderes de países como Corea del Sur, Taiwán y Japón manifestaron públicamente su intención de cooperar con EE.UU. para morigerar el incremento de los aranceles sobre sus economías. Desde Europa, varias autoridades expresaron su preocupación sobre el plan de Trump y advirtieron sobre los efectos adversos que tendría una escalada en la guerra comercial global. Al mismo tiempo criticaron la idea de considerar al impuesto al valor agregado como una barrera arancelaria.

Como puede observarse en la figura n°3, en base al Sistema de información y Análisis del comercio de las Naciones Unidas, los principales afectados del nuevo esquema tarifario sugerido por la administración Trump serían las economías menos desarrolladas, donde los aranceles promedio sobre productos estadounidenses son más altos.

**Figura n°3: Aranceles de las economías sobre EE.UU. versus aranceles de EE.UU. sobre ellas**



Fuente: United Nations Trade Analysis Information System (TRAINS)

**Los mercados parecen despreocupados, y ven el retraso en la implementación de las tarifas como una oportunidad para negociar con los socios comerciales. Se considera que la imposición de aranceles recíprocos hace menos probables los gravámenes generalizados que Trump prometió durante su campaña. Paralelamente, lo sucedido con el IPC podría limitar a Trump con sus pretensiones arancelarias y optar por aranceles comerciales más pequeños, frente a los riesgos de un rebrote inflacionario.**

En lo que respecta al **calendario económico, será una semana sin indicadores de gran relevancia.** Destacamos la publicación de indicadores de actividad económica relacionados con el sector vivienda. También se darán a conocer las **minutas de la última reunión del FOMC.** Varios integrantes del Sistema de la Reserva Federal tienen agendadas presentaciones. El Tesoro de EE.UU. por su parte licitará deuda a tasa fija a 20 años.

Figura n°4: Calendario Económico

Tuesday Feb 18	Wednesday Feb 19	Thursday Feb 20	Friday Feb 21
4-Week Bill Settlement	MBA Mortgage Applications • 7:00 AM ET	Jobless Claims (CONSENSUS) 📈 8:30 AM ET	PMI Composite Flash (CONSENSUS) 📈 9:45 AM ET
8-Week Bill Settlement	Housing Starts and Permits (CONSENSUS) 📈 8:30 AM ET	Philadelphia Fed Manufacturing Index (CONSENSUS) 📈 8:30 AM ET	Existing Home Sales (CONSENSUS) 📈 10:00 AM ET
4-Month Bill Settlement	Atlanta Fed Business Inflation Expectations • 10:00 AM ET	Austan Goolsbee Speaks 9:35 AM ET	Consumer Sentiment (CONSENSUS) 📈 10:00 AM ET
Empire State Manufacturing Index (CONSENSUS) 📈 8:30 AM ET	E-Commerce Retail Sales • 10:00 AM ET	Leading Indicators (CONSENSUS) • 10:00 AM ET	Quarterly Services Survey • 10:00 AM ET
Housing Market Index (CONSENSUS) 📈 10:00 AM ET	Treasury Buyback Announcement (Preliminary) 11:00 AM ET	EIA Natural Gas Report 📈 10:30 AM ET	Phillip Jefferson Speaks 11:30 AM ET
Mary Daly Speaks 10:20 AM ET	4-Month Bill Auction 11:30 AM ET	EIA Petroleum Status Report 📈 11:00 AM ET	Baker Hughes Rig Count • 1:00 PM ET
3-Month Bill Auction 11:30 AM ET	12-Yr Bond Auction 1:00 PM ET	Alberto Musalem Speaks 12:05 PM ET	
6-Month Bill Auction 11:30 AM ET	FOMC Minutes 📈 2:00 PM ET	30-Yr TIPS Auction 1:00 PM ET	
Michael Barr Speaks 1:00 PM ET	Phillip Jefferson Speaks 5:00 PM ET	Michael Barr Speaks 2:30 PM ET	
Treasury International Capital 📈 4:00 PM ET		Fed Balance Sheet 📈 4:30 PM ET	
		Adriana Kugler Speaks 5:00 PM ET	

Fuente: en base a Econoday

## EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS

Como mencionamos en nuestro reporte anterior, el efecto neto del Reporte de la Situación de Empleo terminó reforzando las expectativas que el FOMC de la Reserva Federal deberá ser más "hawkish" que lo expresado por el SEP de diciembre. **Tras la publicación del IPC, de acuerdo al Fed Watch Tool del CME el mercado sigue descontando para el bienio 2025/2026 una perspectiva más "hawkish" a la del FOMC.**

En la figura n°5 compartimos las probabilidades agregadas de las reuniones del FOMC. En el mismo, se puede apreciar que **las probabilidades agregadas de un recorte de 25 pbs comienzan a ser percibidas como el escenario de mayor probabilidad a partir de la reunión del 18 de junio. Recién en la reunión del 10 de diciembre el mercado está asignando una probabilidad acumulada del 53,64% de un segundo recorte.**

Como puede apreciarse en el mismo cuadro de dicha figura, **recién en la reunión del 9 de diciembre de 2026 el mercado estaría esperando un tercer recorte.** De esta forma, mientras que el FOMC dejó una postura de un rango de tasas que terminaría 2026 en 325-350, el mercado estima 350-375, pero llegando el último recorte en la última reunión.

Figura n°5: CME Fed Watch Tool – Probabilidades agregadas de reuniones

Objetivo actual 425-450

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450
19/3/2025	0.00 %	0.00 %	2.50 %	97.50 %
7/5/2025	0.00 %	0.00 %	16.94 %	83.06 %
18/6/2025	0.00 %	0.00 %	55.83 %	44.17 %
30/7/2025	0.00 %	0.00 %	76.50 %	23.50 %
17/9/2025	0.00 %	11.26 %	88.74 %	0.00 %
29/10/2025	0.00 %	30.50 %	69.50 %	0.00 %
10/12/2025	0.00 %	53.64 %	46.36 %	0.00 %
28/1/2026	0.00 %	62.50 %	37.50 %	0.00 %
18/3/2026	0.00 %	72.33 %	27.67 %	0.00 %
29/4/2026	0.00 %	77.50 %	22.50 %	0.00 %
17/6/2026	0.00 %	87.09 %	12.91 %	0.00 %
29/7/2026	0.00 %	93.50 %	6.50 %	0.00 %
16/9/2026	0.00 %	82.36 %	17.64 %	0.00 %
28/10/2026	0.00 %	73.50 %	26.50 %	0.00 %
9/12/2026	67.91 %	32.09 %	0.00 %	0.00 %

Fuente: en base al Fed Watch Tool del CME

Cambiando de tema, si bien es un indicador en el cual no solemos hacer foco, la Encuesta de Sentimiento del Consumidor de la Universidad de Michigan publicada hace unos días mostró que las expectativas de inflación para este año aumentaron del 3,3% el mes pasado al 4,3% este mes, marcando dos meses consecutivos de aumentos inusualmente grandes.

A contramano de lo observado en dicha encuesta y a lo ya expuesto en el apartado de "Economía", **Jerome Powell declaró la semana pasada frente al Congreso que para él las expectativas de inflación permanecen bien ancladas y que el mercado laboral no es fuente de inflación. No obstante, aseguró que la Fed no necesita apresurarse en recortar la tasa, enviando una señal "hawkish" al mercado.**

También fueron muy relevantes las declaraciones de **John Williams**, presidente de la Reserva Federal de Nueva York y vicepresidente del FOMC, quien también envió señales "hawkish" al mercado al declarar que **el nivel restrictivo de la política monetaria actual es el adecuado y que debería llevar a la inflación al objetivo del 2,0%, reforzando la idea de un "higher for longer".**

## RENTA FIJA

En nuestros últimos reportes hemos manifestado que, dadas las preocupaciones que genera la trayectoria de crecimiento de la deuda de EE.UU. y sin novedades concretas sobre recortes sustanciales del gasto público, consideramos que lo mejor es ser cautos con la duración de los portafolios, siendo que la parte larga de la curva está más ligada al resultado fiscal.

Tampoco consideramos, al menos por el momento, que agregue valor en las carteras asumir riesgo moneda, por lo que en un escenario base de "soft landing", si consideramos conveniente asumir riesgo crediticio. Dicho riesgo crediticio venimos sugiriendo asumirlo mediante fondos con estrategia flexible de crédito, pero con corta duración. Otra alternativa que viene agregando rendimiento a los portafolios son los fondos de deuda de alto rendimiento ("high yield"), en especial aquellos con una estrategia global, pero con cobertura de sus monedas, para mantenernos en el territorio del dólar.

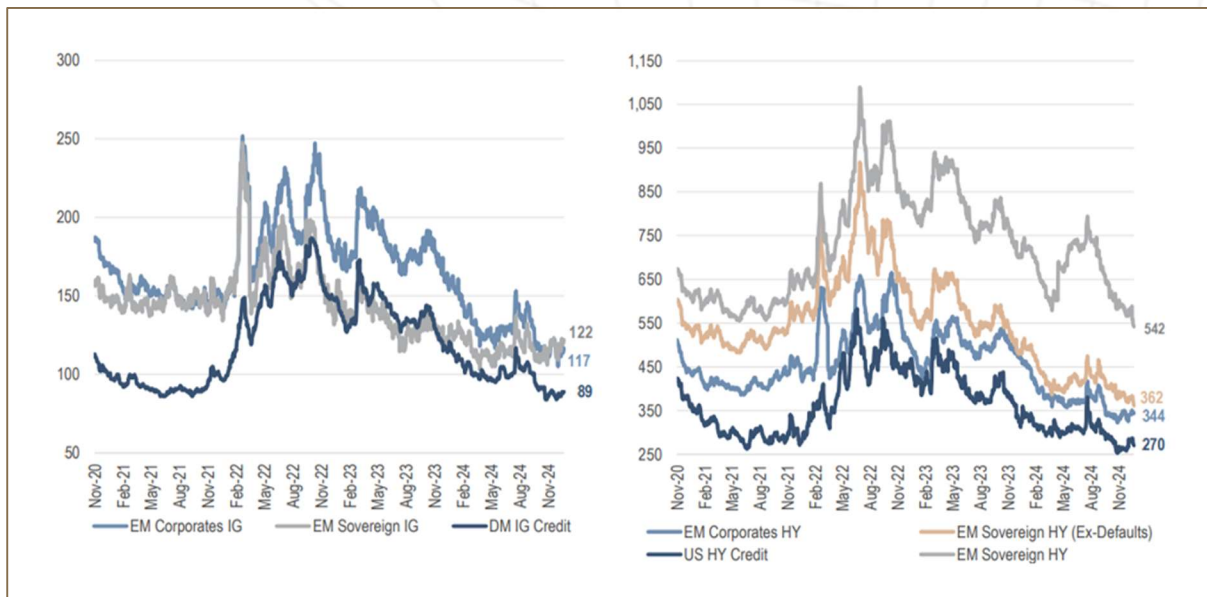
**En este reporte queremos sumar otra alternativa, dado que consideramos que es una buena oportunidad de posicionamiento la deuda emergente, pero de corta duración. Con esta clase de activos, estimamos que el portafolio puede captar alto rendimiento al mismo tiempo de limitar la exposición a la volatilidad de las tasas.**

En general, los fundamentos crediticios en los países emergentes se han fortalecido, con mejoras de calificación en máximos de una década tanto en empresas como en soberanos. Al mismo tiempo, los defaults permanecen en niveles históricamente bajos en estos mercados y la salud financiera de las compañías resulta razonable. Como podemos observar en la figura n°6, **en un contexto como el actual con spreads cercanos a mínimos históricos, el diferencial ofrecido por emisores corporativos y soberanos de mercados emergentes sobre los emisores desarrollados con calificaciones equivalentes resulta muy atractivo.**

En cuanto a las perspectivas, estimamos un riesgo limitado de impagos soberanos y corporativos en los mercados emergentes. Nuestro escenario base de un crecimiento estadounidense más lento, pero no recesivo, bancos centrales con una tendencia a reducir sus tasas de interés y un sostenimiento del crecimiento en mercados emergentes debería respaldar esta tesis de inversión. Sumado a esto, el impulso positivo de las reformas en varios mercados y la mejora en las condiciones de financiación deberían continuar respaldando la rentabilidad de la deuda emergente.

No obstante, no podemos desconocer la incertidumbre que provoca la política de tarifas de Trump, que como hemos analizado en el apartado de "Economía" asumimos que podría terminar siendo menos agresiva que lo expuesto inicialmente.

**Figura n°6: "Spread" sobre deuda del tesoro de EE.UU.**



Fuente: en base a Neuberger Berman.

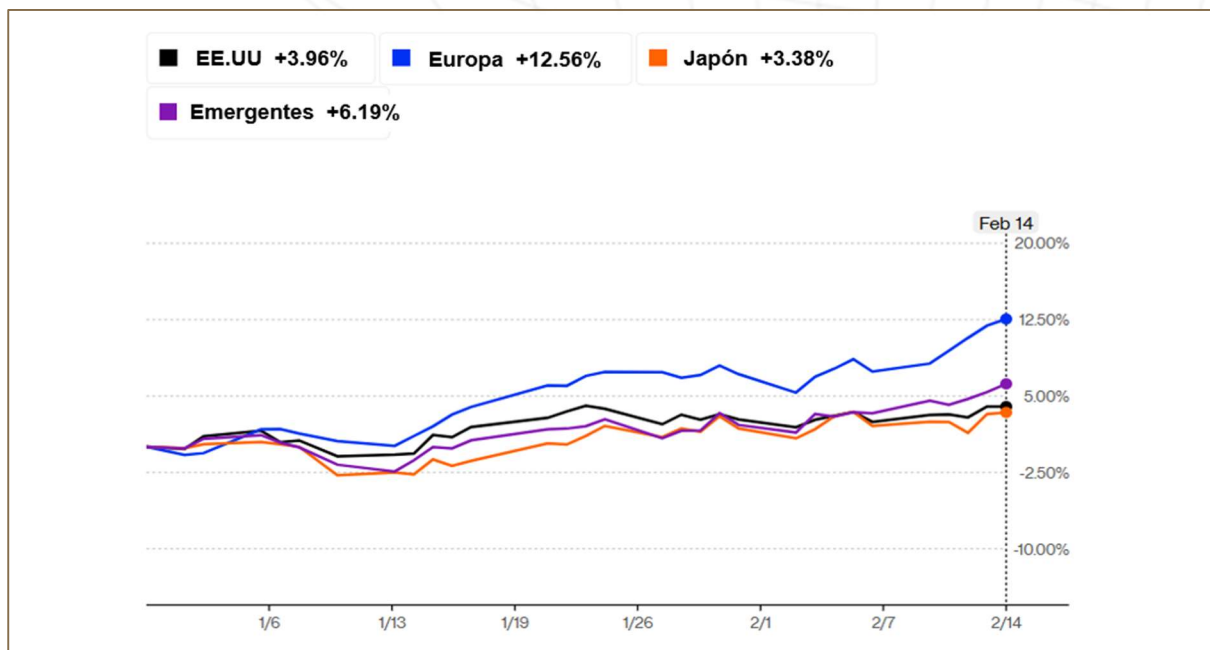
## Acciones

En los últimos dos años, los índices accionarios de Estados Unidos han mostrado un desempeño superior al de sus pares en otros mercados desarrollados, impulsados por la fortaleza del sector tecnológico (principalmente por el shock de inteligencia artificial acaparado por las magníficas siete), el crecimiento económico y la resiliencia del consumidor.

Sin embargo, de cara al nuevo año, las elevadas valuaciones que presentan los principales índices norteamericanos y la concentración que tienen nos llevan a considerar la necesidad de una mayor diversificación en las carteras, favoreciendo a otros mercados desarrollados con valuaciones más atractivas y un potencial de recuperación más amplio.

Como puede apreciarse en la figura n°7, en este comienzo de año la situación parece ser distinta, con los índices del resto del mundo superando a los de EE.UU, con el liderazgo de Europa, seguido por mercados emergentes, empujados principalmente por China. Analizando los fundamentos de inversión, consideramos que, más allá de la búsqueda de valuaciones atractivas, hay otros catalizadores que nos invitan a tener una mirada más global del "equity", en especial, a Europa.

Figura n°7: Global Equity (YTD %)



Fuente: en base a Bloomberg

Como ya hemos mencionado en nuestros reportes, los principales países de la Eurozona están atravesando una situación de débil crecimiento económico, un repunte en los precios de la energía, e incertidumbre política en algunos casos. No obstante, hay catalizadores que considerar: en los últimos días se dio a conocer la existencia de conversaciones entre Donald Trump y Vladimir Putin, que buscan iniciar un tratado de paz sobre Ucrania. La resolución de este conflicto es fundamental dado que podría reestablecer el suministro energético de Rusia a la Unión Europea, como también poner fin a la incertidumbre geopolítica que rodea a la guerra, devolviendo confianza a los consumidores e inversores.

Al mismo tiempo, la mencionada debilidad económica de Europa sugiere que en la eurozona veremos un recorte más precipitado de las tasas de interés en comparación a Estados Unidos. La posibilidad de que se produzca un relajamiento monetario que busque reactivar el nivel de actividad sería claramente beneficioso para el mercado de renta variable europeo. Además, como ya comentamos, las valuaciones en la eurozona resultan más atractivas.

## **Descargo de Responsabilidad**

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n°246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n°59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n°203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n°313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n°1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n°546.