

Global Weekly Report #40

Incipientes impactos arancelarios e independencia del BC

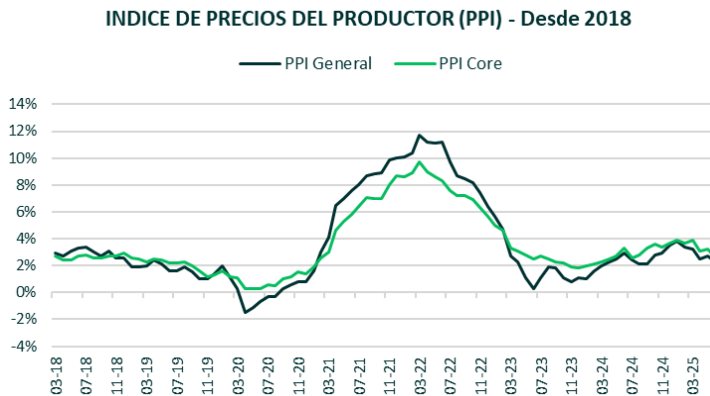
Resumen Internacional

Estados Unidos

Índice de Precios al Productor: El IPP se mantuvo estable en junio, sorprendiendo al consenso que estimaba un incremento del 0,2%. La Oficina de Estadísticas Laborales reportó que el dato para la demanda final total no registró cambios mensuales, contrastando con el aumento revisado del 0,3% de mayo. En términos interanuales, el IPP creció 2,3%, moderándose desde el 2,7% del período anterior y presentando el nivel más bajo desde septiembre de 2024.

El comportamiento del IPP subyacente, que excluye alimentos y energía, también se mantuvo sin variaciones mensuales, por debajo del pronóstico del 0,2% y del 0,4% registrado en mayo. **Sin embargo, mostró un crecimiento interanual del 2,6%.** Los precios de bienes aumentaron 0,3% mensual, con particular presión en categorías como muebles y productos electrónicos para el hogar, vulnerables a los aranceles.

Por el contrario, los servicios cayeron 0,1%, principalmente por una reducción del 0,9% en costos de transporte y almacenamiento, ya que las empresas ajustaron sus inventarios tras acumular suministros antes de la implementación arancelaria.



A pesar de lo que el headline pueda comprobar como un buen dato, es menester destacar que los datos del IPP han estado sujetos a muy importantes revisiones, como ocurrió con mayo, donde el incremento general se ajustó de 0,1% a 0,3% mensual, mientras que el IPP subyacente fue revisado de 0,1% a 0,4%.

REINO UNIDO

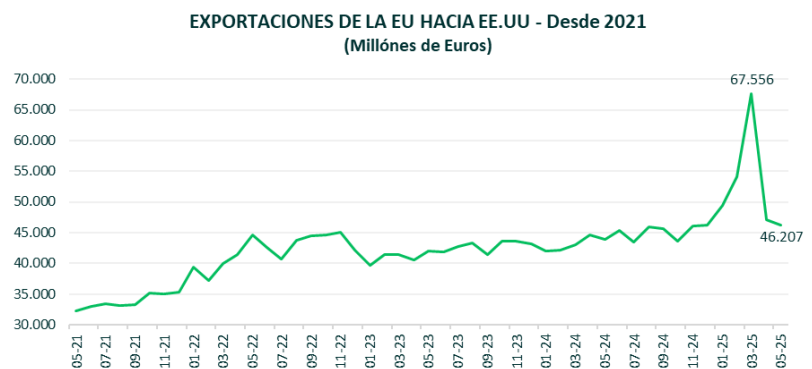
La inflación británica registró un repunte inesperado en junio, alcanzando el 3,6% interanual frente al 3,4% de mayo, según datos de la Oficina Nacional de Estadística. Esta aceleración sorprendió a los analistas, quienes anticipaban estabilidad en los datos. El incremento se debió principalmente al encarecimiento de los combustibles, consecuencia del alza en los precios del petróleo crudo tras la escalada del conflicto entre Israel e Irán el mes anterior. Sin embargo, la inflación en el sector

servicios se mantuvo estable, un indicador clave que los responsables de política monetaria monitorean de cerca para evaluar las presiones inflacionarias subyacentes.

Este repunte inflacionario complica la decisión del Banco de Inglaterra sobre las tasas de interés en su próxima reunión (7 de agosto), intensificando los temores sobre una inflación más persistente. A diferencia del Banco Central Europeo, que ha adoptado un enfoque más agresivo en la reducción de tasas (actualmente en 2%), el Banco de Inglaterra mantiene sus tipos de referencia en 4,25% y ha optado por un ritmo de recortes más cauteloso. Los responsables monetarios británicos expresan preocupación por el impacto de las políticas gubernamentales en la inflación a largo plazo y no esperan que esta converja hacia el objetivo del 2% hasta el próximo año. Aunque el efecto de los combustibles probablemente se revierta en las cifras de julio, la persistencia de presiones inflacionarias mantiene en vilo las decisiones de política monetaria.

Comercio UE-Estados Unidos muestra signos de desaceleración en mayo

No sólo las relaciones geopolíticas, sino también el flujo comercial entre la Unión Europea y Estados Unidos muestra debilidad: éste último registró su segunda contracción mensual consecutiva en mayo, con ventas europeas que descendieron a 46.200 millones de euros desde los 47.700 millones de abril, según datos de Eurostat. Esta reducción del 0,8% en las exportaciones totales refleja el ajuste posterior al repunte del primer trimestre, cuando los importadores estadounidenses aceleraron sus compras anticipándose a los aranceles. A pesar de esta moderación, los niveles permanecen superiores a los del año anterior.



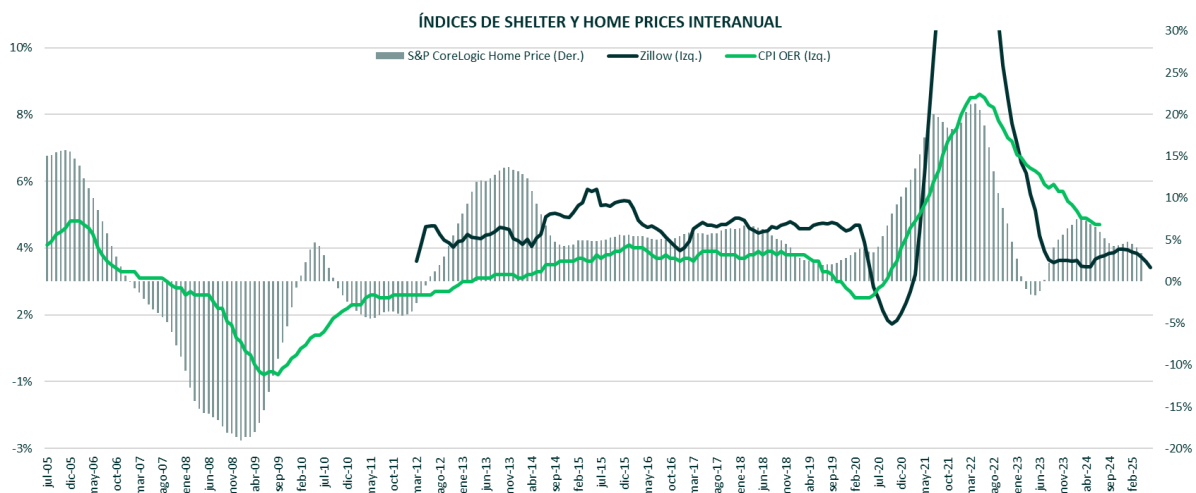
La dinámica comercial global está experimentando una reconfiguración significativa debido a las tensiones arancelarias. Estados Unidos ha desplazado a China como principal socio comercial de Alemania, con intercambios superiores a 250.000 millones de euros anuales. Simultáneamente, las barreras comerciales estadounidenses han provocado una redirección de productos chinos hacia Europa, con las exportaciones de China a la UE creciendo 7,6% interanual en junio, mientras que hacia Estados Unidos se desplomaron 16%. Esta redistribución de flujos comerciales ilustra cómo las políticas arancelarias están reconfigurando las cadenas de suministro globales mientras Trump declara que busca un mínimo de 15% de aranceles a la región. Quedará pendiente entender si la UE buscará represalias o no. **Por eso, mantenemos nuestra perspectiva predominantemente positiva en economías emergentes por sobre Europa para tendencias en renta variable fuera de los Estados Unidos.**

Primeras apariciones del impacto arancelario

La inflación del IPC de EE. UU. en junio pareció razonablemente manejable en términos generales, con un aumento del 0,3% intermensual desde el 0,1% anterior, pero apoyada en la continua desinflación en los precios de alquileres y de los automóviles. El índice de precios al consumidor situó la tasa de inflación interanual en el 2,7%. Las cifras coincidieron con el consenso aunque la tasa anual es la más alta desde febrero y aún supera el objetivo del 2% de la Reserva Federal.

Excluyendo alimentos y energía, la inflación subyacente repuntó un 0,2% mensual y una tasa anual del 2,9%, en línea con las estimaciones. El nivel mensual se ubicó ligeramente por debajo de la previsión de un aumento del 0,3%.

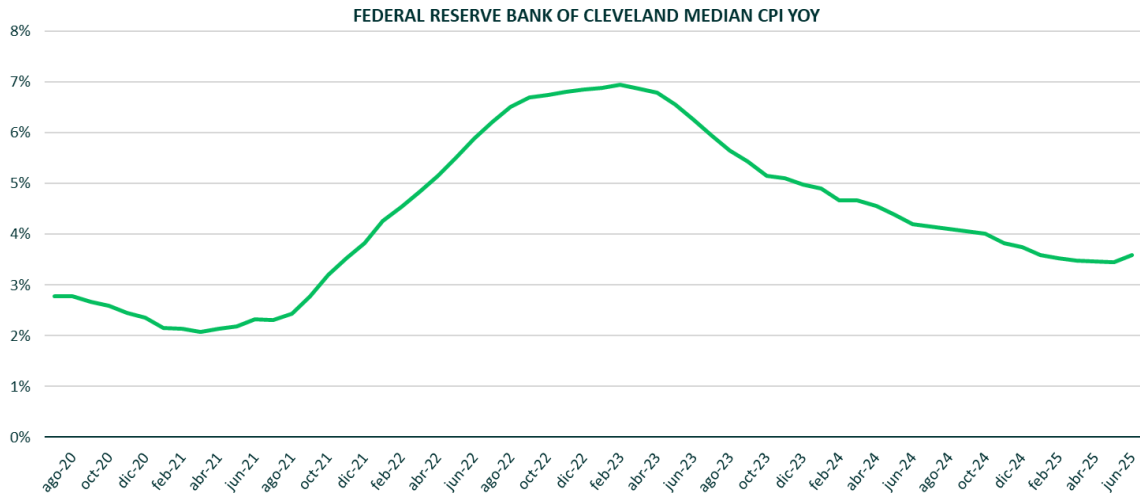
Si bien la evidencia en junio fue mixta sobre la influencia de los aranceles en los precios, hubo indicios de que los impuestos están teniendo un impacto. Por el lado positivo se encontraron los precios de los vehículos que cayeron mensualmente: los nuevos bajaron un 0,3% y los usados un 0,7%. Sin embargo, los precios de la ropa, sensibles a los aranceles, subieron un 0,4%. Los muebles para el hogar, que también se ven afectados por los aranceles, aumentaron un 1% en el mes.



La categoría de shelters se incrementó solo un 0,2% en el mes, a pesar de ser la categoría que más contribuyó al aumento general del IPC. El índice subió un 3,8% con respecto al año anterior. Dentro de esta categoría, la medición de lo que los propietarios perciben que podrían recibir si alquilaran sus propiedades aumentó un 0,3%. Sin embargo, el alojamiento fuera del hogar disminuyó un 2,9%. **Como hemos venido comentando en nuestros informes sobre el tópico, los alquileres tienen la capacidad para apoyar menores prints de precios hacia adelante. Lo que se mantiene aún en debate es la velocidad con la que se siga desarrollando el fenómeno desinflacionario. La cuestión migratoria será clave para seguir determinándolo, aunque aún es difícil ver en los datos los efectos de la política de deportaciones.**

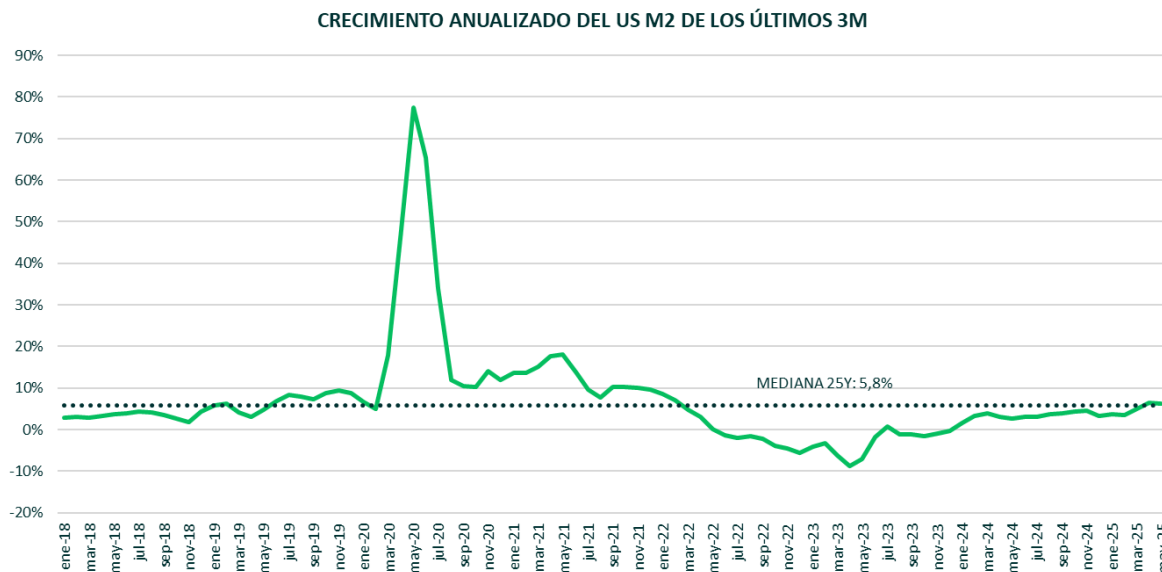
Creemos que el panorama sigue siendo complejo cuando incluimos todas las variables en el mix. Por un lado, contamos con los alquileres y una demanda que en algunos rubros no ha permitido un

full pass-through a precios de momento. En el lado de los grises aún se encuentra el crecimiento salarial que podrá o no empujar mayor desinflación de servicios. Dentro del espectro negativo se encuentran los bienes, un deadline de nuevos incrementos tarifarios por venir el 1 de agosto, ataque a la independencia de la Fed y la imprudencia fiscal.



Cuesta un poco ser muy optimistas con el dato cuando la inflación mediana ha pintado un retrato menos benigno: **Subió un 0,3% mensual desde el 0,2% en mayo, y un 3,6% interanual desde el 3,5% en mayo. Esto destaca el peso de los componentes que evidenciaron las bajas en el mes (alquileres y automóviles), pero si vemos la fotografía entera, 30 de 45 categorías mostraron un incremento anualizado de más del 2%.** Luego, también se pueden destacar dos cosas importantes: El crecimiento interanual de los bienes básicos pasó del +0,3% al +0,7%, a pesar de la continua debilidad en el sector automotriz que posiblemente no sea duradera. Pero, lo que es más interesante, **es el incremento que tuvo la medición supercore (aquella que exhibe el índice de servicios sin el efecto del housing),** que allí es donde los salarios se reflejan con mayor fuerza.

En la medida que se contrapongan las fuerzas expansivas (OB BB) y contractivas (tarifas) desde el plano fiscal, evaluaremos cuál será la reacción final de la demanda y su impacto en la inflación. Por ahora, de corto plazo, el camino de los precios producto de aranceles parece ser al alza. Y, mientras tanto, los agregados monetarios se siguen acelerando.



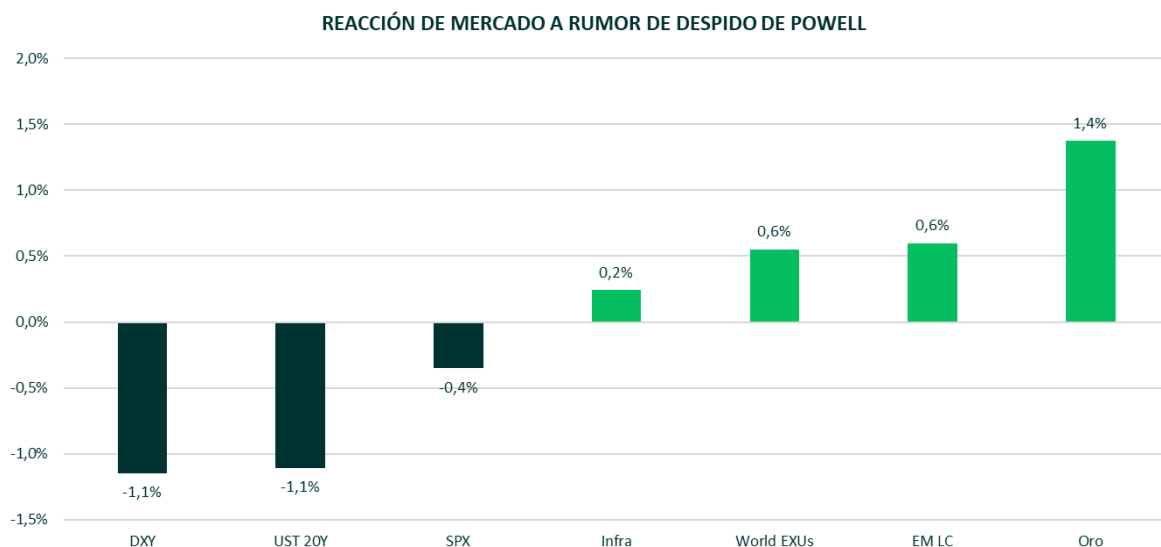
Independencia en cuestionamiento

La independencia del banco central es probablemente una de las figuras institucionales más importantes en la economía. Sin embargo, así como dicha independencia puede tardar años en entablarse, toma poco tiempo en ponerse bajo tela de juicio. La capacidad de mantener un banco central independiente depende del entorno político que este se supone debe limitar. La máxima autoridad monetaria no es completamente ajena al aparato político toda vez que su presidente, por ejemplo, testifica periódicamente ante el Congreso y rinde cuentas de sus actos. El presidente del país nombra a los presidentes y gobernadores de la Reserva Federal.

En un paper del 2020 titulado "De Facto and de Jure Central Bank Independence", la economista Carola Binder habló sobre la independencia de la entidad intentando cuantificar el grado en que los bancos centrales de todo el mundo han sido objeto de presión o críticas políticas por sus acciones. De un análisis basado en 118 bancos centrales desde 2010, describe dos puntos interesantes. El primero es que existe evidencia de bancos centrales con fuertes protecciones legales sobre su independencia pero con una presión política muy fuerte (Turquía). **Y el segundo punto, es que la presión política sobre los bancos centrales, más que la independencia legal, parece tener mayor poder explicativo de la inflación. "Quizás incluso si el banco central no modifica su política monetaria (PM) en respuesta a la presión política, ésta dañe su credibilidad. La posibilidad de que responda a la presión genera mayores expectativas de inflación y, a su vez, una mayor inflación."**

Esto principalmente se vuelve interesante si dentro de la misma estructura de gobernadores suenan voces disonantes proponiendo para el afuera un recorte de tasas tan pronto como para la reunión de este mes, situándose así como uno de los favoritos para suceder a Powell en 2026.

Le asignamos una baja probabilidad al hecho de que Trump destituya a Powell previo al fin formal de su mandato, sobre todo porque ya ha puesto en práctica la reacción del mercado sobre esta posibilidad el miércoles y no ha sido una que le haya sentado cómodo:



Es justamente el mercado quien le pone los límites al presidente, aquel mismo que él había declarado no prestarle atención al comienzo de su mandato. Tanto para el corto y largo plazo es importante leer estas señales. *Trump tiene algunas convicciones fuertes, pero también está muy atento a cuál es la respuesta a la comunicación de esas convicciones.*

Es de público conocimiento el fuerte interés del Ejecutivo por reducir las tasas, sobre todo porque sostienen la política de la gestión previa de inclinar las emisiones de deuda al cortísimo plazo, acortando las subastas en el tramo largo en un intento de restar la presión sobre los rendimientos que viene aplicando el mayor premio por plazo.

Entonces, ¿qué alternativas tiene el Presidente en un contexto como el actual para seguir asegurando la sostenibilidad de las cuentas públicas?

Austeridad fiscal: Conformaría el medio más evitable por la política. Incluso si habláramos de la implementación de este camino, sólo ayudaría a contener la velocidad del crecimiento de la deuda más que a reducirla dados los niveles de tasa corrientes. De todos modos, sería una gran señal de vocación fiscal que ayudaría a contener los temores y el país podría seguir beneficiándose de la ventaja de contar con la moneda de reserva global. **Escenario improbable.**

Actividad > Deuda: Es hoy por hoy la principal apuesta del gobierno, al menos comentada de manera explícita. Lograr un crecimiento real superior a la tendencia y una inflación moderada mediante un impulso a la productividad como en la década del '90. Difícil predecir si los avances en inteligencia artificial (IA) y las inversiones relacionadas impulsarán la actividad económica y la productividad lo suficiente como para mejorar las perspectivas de la deuda durante la próxima década. **Se precisaría de un crecimiento nominal aproximado del 6,6%...**

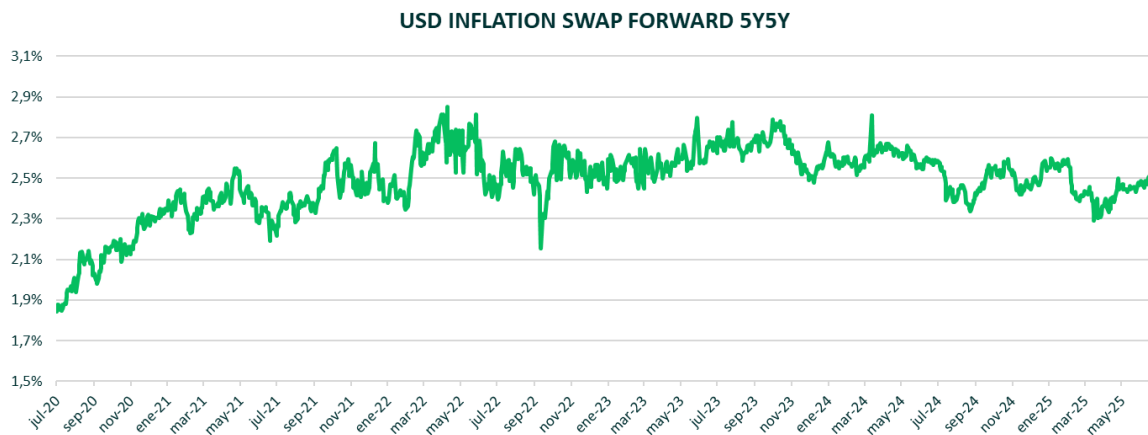
Represión financiera (UBS):

Contempla una amplia gama de medidas, adoptadas directa o indirectamente por los gobiernos, para facilitar la financiación de la deuda pública intentando mantener bajos los tipos de interés reales. Fue generalizada en las economías desarrolladas desde la Segunda Guerra Mundial hasta la década de 1980 y desempeñó un papel importante en la reducción de los elevados niveles de deuda acumulados en el durante. En Estados Unidos, las tasas de interés reales fueron negativas aproximadamente la mitad del tiempo entre 1945 y 1980.

Algunas formas que dicha represión financiera puede tomar son:

- **Medidas regulatorias:** SLRs y GENIUS Act;
- **Medidas legislativas:** Regulación impositiva como impuestos al pago de cupones;
- **Acciones ejecutivos:** El famoso acuerdo de “Mar-a-lago” hoy guardado bajo la alfombra;
- **Política monetaria:** Aquí hacemos el nexo con lo discutido previamente sobre la independencia de la Fed.

El uso del banco central para aplicar un control sobre la curva de rendimientos y reduciendo en este contexto las tasas, puede atentar contra el instrumento más importante que ha desarrollado la autoridad monetaria: *las expectativas de inflación, que hasta hoy siguen ancladas.*



La intención de Trump de inmiscuirse en la PM es clara. Esto puede impactar sobre 3 variables a la vez: *Inflación, tasas y dólar.*

Por eso es que mantenemos nuestra visión constructiva (de momento táctica) en **US TIPS cortos** por sobre los bonos nominales. En un escenario de control de la PM, **un empinamiento de la curva es probable y refuerza nuestra preferencia por el tramo corto-medio de la curva.** A su vez, seguimos constructivos en la temática de infraestructura que muestra beneficios como *apoyo gubernamental, tarifas que ajustan por inflación, onshorización de las cadenas de oferta y demanda por centro de datos.*

Además, la suma de factores que hemos venido discutiendo siguen apuntando a una mayor *debilidad del dólar*, y en este último año ha habido activos que han sabido mostrar una *fuerte correlación inversa* que vale la pena mantener en cartera considerando los perfiles de inversión.

ASSET CLASS	DXY	GLD	SPX	VEA	TLT	Infra	EM LC	Defensa	TIPS
DXY	100,0%								
GLD	-44,8%	100,0%							
SPX	11,6%	8,0%	100,0%						
VEA	-28,2%	34,1%	79,4%	100,0%					
TLT	-24,6%	8,7%	4,6%	14,7%	100,0%				
Infra	-0,3%	2,7%	6,5%	9,0%	-0,2%	100,0%			
EM LC	-71,9%	47,8%	31,6%	63,5%	35,2%	4,7%	100,0%		
Defensa	-16,0%	29,0%	53,5%	58,6%	-2,7%	4,6%	33,9%	100,0%	
TIPS	-9,9%	1,9%	-9,6%	-6,2%	23,4%	-0,3%	10,1%	-6,3%	100,0%

Nahuel Guevara

Portfolio Management Esp

Nataly Paez

Portfolio Management Esp

Departamento de Research & Estrategia de Inviu

research@inviu.com.uy

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.

