

7 de agosto de 2025

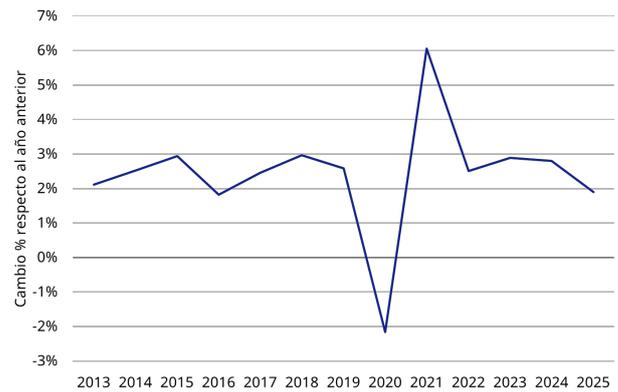
## Un año curioso para el mercado norteamericano

Sin dudas, un año complejo en los Estados Unidos. Aranceles y proteccionismo que no experimentábamos hace 80 años, conflictos bélicos por doquier y una brutal grieta política y social. ¿Cómo le afectó esto al mercado accionario? El S&P sube un 8% y el Nasdaq un 12% en lo que va del año, luego de haber trepado un 24% y 27%, respectivamente, en 2024. ¿Exuberancia y euforia irracional? ¿Burbuja? El mercado pone los precios. Por ello, antes de sacar conclusiones facilistas, miremos algunos datos.

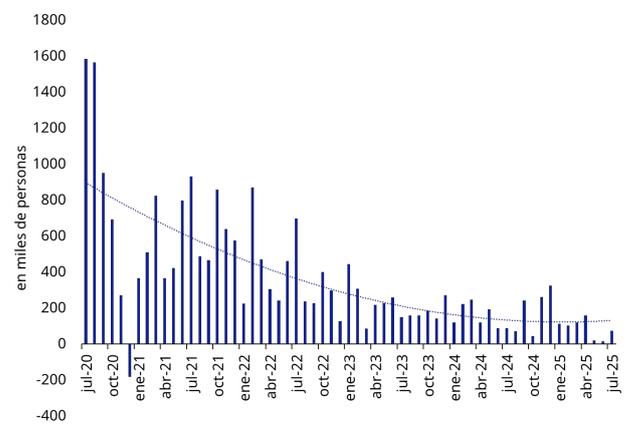
La economía norteamericana fue una topadora los últimos años. Durante la última década se consolidó como el centro financiero mundial, con la moneda de reserva (paradójicamente, Trump quiere un dólar más débil), demografía favorable (paradójicamente, Trump se opone a la inmigración) y fuente de innovación tecnológica global gracias al dinamismo de sus grandes empresas. La brecha entre el tamaño de la Unión Europea y Estados Unidos se amplió desde el 15% en 2002 a más del 30% actual. Una verdadera máquina, aunque con algunos signos de fatiga. Las proyecciones recientes del FMI marcan una desaceleración a niveles del 2% para 2025 y 2026, medio punto por debajo del promedio de los últimos 10 años.

Las contrataciones laborales suelen ser un indicador que se adelanta al ciclo económico. Como se observa en el segundo gráfico a continuación, la desaceleración del mercado laboral es clara y lleva muchos trimestres. El promedio móvil de tres meses en las nóminas de empleo ha caído a su nivel más bajo desde junio de 2020. El mercado laboral nos está diciendo que la desaceleración de la actividad es clara.

**Evolución del PBI real EE.UU.**



**Cambio en puestos de trabajo (excluido agro)**

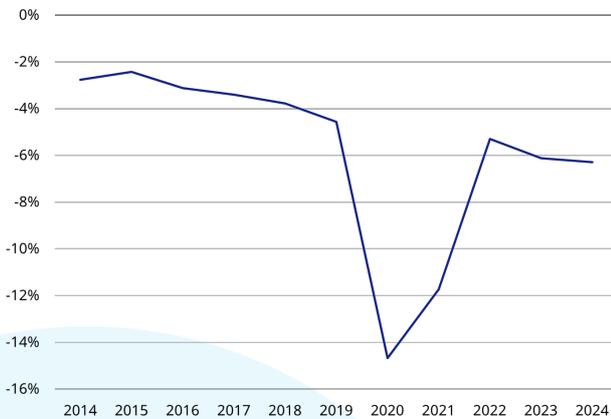


**Fuente:** Cucchiara Research en base a FRED.

La principal preocupación del mercado parece no ser la actividad, sino la dinámica fiscal. Los ciclos económicos son naturales. Los déficits fiscales crónicos, no. El déficit fiscal norteamericano ronda el 6% del PBI, aproximadamente la mitad es rojo primario y la otra mitad por el pago de intereses. Con un nivel de deuda (neta) cercano a un PBI, claramente la dinámica de deuda luce insostenible. La única forma de que la deuda no crezca en relación al producto con estos niveles de déficit es vía inflación alta. No parece ser una receta aconsejable. La motosierra prometida por Trump y Musk en campaña brilla por su ausencia. La Ley *One Big Beautiful Bill*, promovida por el Ejecutivo y ya promulgada, tiene un efecto significativo sobre los impuestos federales, los créditos y las deducciones. Pero en lugar de reducir el déficit estructural de largo plazo, lo

incrementa. La única medida que mejora los números son los aranceles.

**Déficit fiscal del tesoro de EE.UU. como % de PBI**



**Pago de intereses del tesoro de EE.UU. como % de PBI**

Pago de intereses del tesoro de EE.UU. como % del PBI

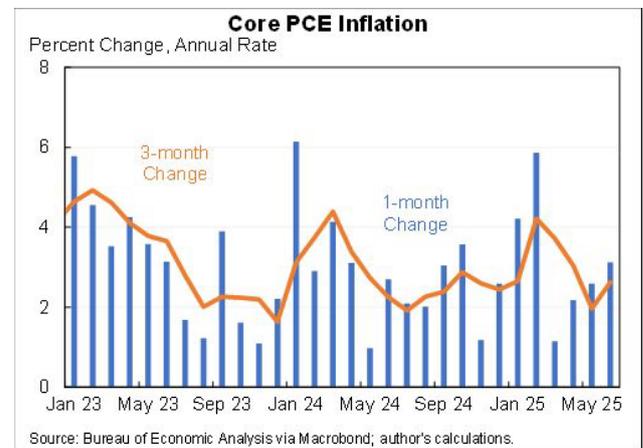


**Fuente:** Cucchiara Research en base a FRED.

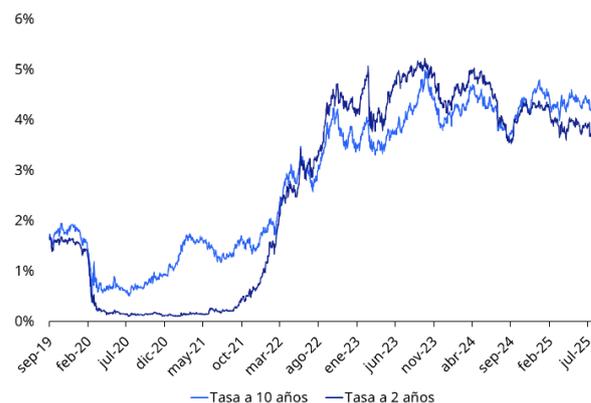
La inflación creo que no trae grandes preocupaciones. Si bien durante las últimas dos mediciones se ve cierta reversión y se están incrementando lentamente de nuevo, en parte por los brutales aranceles, el nivel de inflación creemos que permite a la FED continuar con bajas moderadas de tasas.

El mercado viene priceando entre dos y tres bajas para 2025, lo que luce razonable mirando el nivel alto de las tasas reales y los débiles datos de empleo. La expectativa de baja de tasas es un gran soporte en las valuaciones de las empresas. Menores tasas de descuento, mayores los múltiplos que el mercado está dispuesto a pagar por las empresas cotizantes. La debilidad del

dólar este año ha sido clave. Un dólar más débil naturalmente mejora los resultados contables de las empresas del S&P, que tienen una gran parte de su negocio en el exterior.



**Tasa de los bonos del tesoro de EE.UU.**



**Fuente:** Cucchiara Research en base a FRED y Jason Furman.

Un breve párrafo para los aranceles. El nivel final de los aranceles es todavía desconocido. Algunas estimaciones lo ubican algo por encima del 15%. Si bien es un nivel algo menor al anunciado en el *Liberation Day* por Trump, son niveles altísimos y desconocidos para la historia reciente. Para tomar dimensión, durante los últimos años el nivel arancelario en Estados Unidos ha sido menor al 3%.

Dejando a un lado los efectos fiscales favorables de corto plazo, es difícil pensar que estos niveles de proteccionismo retrógrados no dañen el crecimiento potencial de los Estados Unidos. La visión ingenua de que la economía global es un

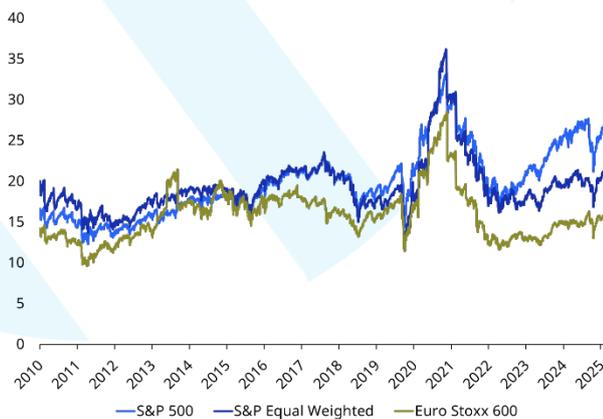




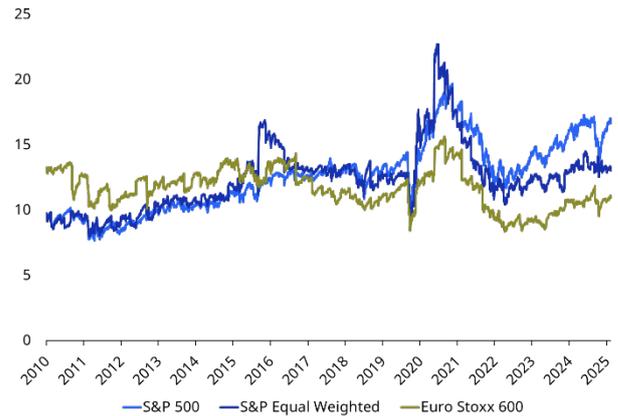
**Fuente:** Strategas y Societe Generale.

Miremos los dos principales múltiplos del mercado para el S&P 500 y el S&P EWI. Tanto el Price/Earnings (mide cuántas veces el mercado paga las ganancias anuales de una empresa) como el EV/EBITDA (indica cuántas veces el valor total de la empresa representa el EBITDA), la conclusión es la misma. Mirando el S&P 500, los múltiplos lucen muy altos, pero mirando el índice igualmente ponderado no estamos muy lejos del promedio de los últimos años. Por eso hay que evitar las lecturas facilistas.

### P/E de los principales mercados



### EV/EBITDA de los principales mercados

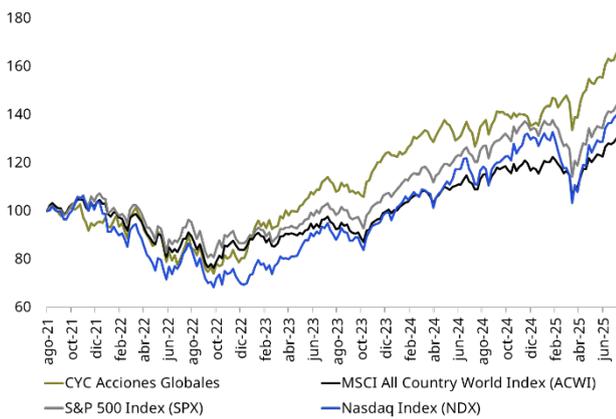


**Fuente:** Cucchiara Research en base FRED

¿Y entonces? ¿Está caro el mercado? A nuestro juicio, las valuaciones algo excesivas se explican por un puñado de empresas que crecen muy rápido, con altos márgenes y gran rentabilidad, lo cual tiene sentido. Sin embargo, hay una cuestión no menor: un entorno de menor crecimiento debería comprimir los márgenes de las empresas y, con ello, sus resultados. Por eso, nos mostramos cautelosos con el mercado accionario. Si a esto le sumamos la incertidumbre política, económica y geopolítica que conlleva Trump, eso nos vuelve aún más prudentes.

¿Hay que vender todo para esperar una corrección de mercado? Eso dejémoslo para los adivinos. La aleatoriedad impide entrar en los pisos y salir en los picos. Pero la prudencia y la paciencia permiten tomar posiciones de largo plazo en escenarios turbulentos y capturar ganancias. Por eso, el manejo activo de cartera es clave.

Luego de este resumen, nos tomamos el atrevimiento de recomendarle nuestro fondo de acciones globales ([ver acá detalle](#)), que desde sus inicios superó el retorno de mercado logrando incluso una menor volatilidad (ver gráfico).

**CYC Acciones Globales vs. el Índice de Acciones Globales**

Fuente: Sekoia Research.

Muchas gracias.

---

Juan José Battaglia

[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

---

Manuel Carvalho

[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

---

Ian Weber

[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

---

Tomás Mangino

[tomasmandino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmandino@cucchiara.com.ar)

---

Jonathan Rung

[jonathan@cucchiara.com.ar](mailto:jonathan@cucchiara.com.ar)