

## | Visión de mercado

### Mercados en transición: convicción sin euforia

- La economía global entra en 2026 aún en expansión, aunque condicionada por un entorno político más inestable.
- En EE. UU., La productividad es la principal ancla macro: permite absorber presiones de energía y vivienda sin reavivar la inflación. Los “green shoots” cíclicos se multiplican: ISM manufacturero >50 y señales tempranas de restocking.
- A nivel de política monetaria, el canal dominante ya no es la tasa, sino el balance. Se perfila un giro estructural hacia una mayor intermediación privada del mercado de Treasuries mediante cambios regulatorios.
- China comienza a salir de la trampa deflacionaria, pero de forma incompleta. Exportaciones y producción industrial siguen firmes; la demanda doméstica permanece débil.
- En términos de asset allocation, el entorno ya no justifica mantener el overweight en renta variable y por ello pasamos a una posición neutral. Aprovecharíamos el rebote esperado en estas semanas para adecuar los portafolios modelo a esa posición neutral. La mayor amplitud sectorial y geográfica sigue siendo constructiva. Sin embargo, la rotación hacia industriales, materiales y sectores defensivos señala un mercado más exigente, repitiendo el patrón de mayor volatilidad de los años de elecciones de mitad de término en Estados Unidos. La falta de liderazgo en tecnología es preocupante.
- En renta fija mantenemos una postura neutral en duration ante una curva estructuralmente más empinada. Los MBS emergen como activo defensivo atractivo por la compresión de spreads. Japón representa el principal riesgo externo: la suba de los JGBs amenaza con exportar volatilidad a las tasas largas globales. A nivel de crédito, los spreads reflejan una lectura benigna del crecimiento. El problema no está tanto en los fundamentos, sino en la volatilidad baja, con riesgo a que se resuelva de manera abrupta.
- El dólar rebotó con fuerza desde mínimos de 2022, activando el desarme de posiciones y desapalancamiento, incluyendo acciones de alto beta y bitcoin. Aun así, la tendencia estructural apunta a un dólar más débil, aunque con transiciones volátiles.
- Reafirmamos nuestra visión positiva hacia commodities de cara a 2026. El petróleo destaca por riesgos geopolíticos y oferta ajustada. Los episodios recientes en metales son una consecuencia del exceso de leverage, no un cambio de fundamentos.

## Situación macro

### Productividad como ancla en un mundo políticamente inestable

La economía global entra en 2026 todavía digiriendo una secuencia inusual de shocks políticos y financieros. Japón enfrenta tensiones fiscales, con el JGB a 10 años operando en torno a 2,4%; EE.UU. atraviesa incertidumbre institucional (Fed, tarifas); y China profundiza una dicotomía cada vez más marcada entre exportaciones resilientes y una demanda doméstica que se mantiene frágil. Aun así, el escenario base se mantiene: la expansión continúa, con una rotación gradual desde los sectores líderes hacia áreas cíclicas rezagadas —vivienda y manufactura— que comienzan a estabilizarse.

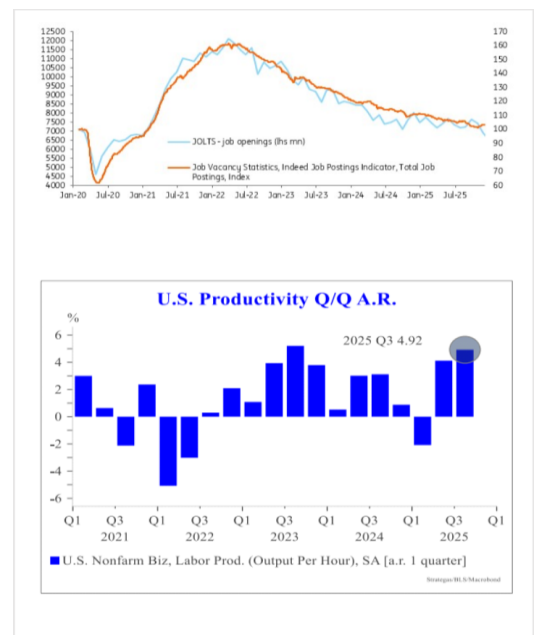
En EE. UU., la Fed parece haber alcanzado el final del ciclo de recortes bajo la presidencia de Powell. El FOMC de enero, con un voto 10-2, mostró un giro claro en el tono: se eliminaron referencias a riesgos a la baja en empleo y se enfatizó la solidez de la actividad. Todo sugiere que el “skip” se transforma en una pausa prolongada, con política monetaria cerca de neutral durante la mayor parte de 2026.

La información reciente matiza este cuadro sin invalidarlo. El mercado laboral se enfría: las vacantes JOLTS cayeron con fuerza, el ratio vacantes/desempleados se ubica por debajo de 1 y las renunciaciones siguen descendiendo, apuntando a un crecimiento salarial por debajo de 3%.

El contrapeso clave es la productividad. Tras revisiones, la productividad no agrícola creció a un ritmo anualizado de +4,9% en 3T, empujando los costos laborales unitarios a 1,9%. Este anclaje de costos es central para contener la inflación en un contexto donde el petróleo ha comenzado a subir por tensiones geopolíticas y algunos precios —como vivienda— muestran señales de piso. Es, en esencia, una carrera entre inflación y productividad; por ahora, la segunda va ganando.

Los “green shoots” cíclicos empiezan a multiplicarse. El ISM manufacturero sorprendió al alza en enero (52,6), con nuevos pedidos superando ampliamente a inventarios, una configuración típica del inicio de un ciclo de restocking. Las órdenes de bienes de capital ex-defensa también mejoran gradualmente. No es un proceso lineal, pero los datos duros comienzan a alinearse con las utilidades corporativas y el comportamiento del equity.

Conclusión: la economía estadounidense no está en auge, pero tampoco en riesgo inmediato. Un Treasury a 10 años en torno a 4,2%–4,3% sugiere inflación anclada y condiciones financieras benignas. En un mundo políticamente inestable, la productividad emerge como el principal estabilizador macro.



### Hacia una privatización del balance de la Fed

El eventual nombramiento de Kevin Warsh como presidente de la Reserva Federal marcaría un giro estructural en la conducción de la política monetaria. Mientras los inversores continúan obsesionados con la tasa de la Fed, el verdadero canal de transmisión de las condiciones financieras en el régimen post-GFC ha sido el nivel y la composición del balance de la Fed, y su interacción con la regulación bancaria.

## Situación macro

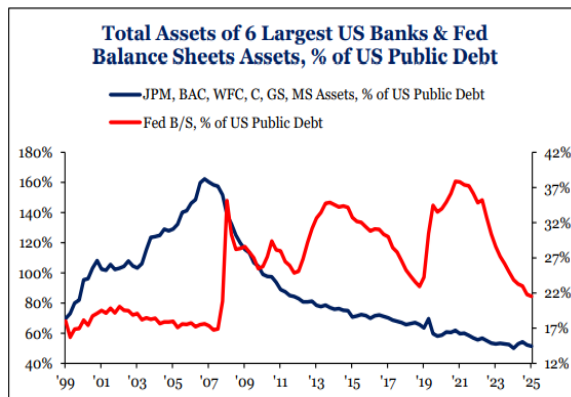
### Productividad como ancla en un mundo políticamente inestable

El marco regulatorio posterior a 2008 forzó una contracción estructural de los balances bancarios, elevando de manera permanente la demanda de reservas. En este contexto, la Fed pasó a cumplir el rol de intermediario de balance del sistema financiero, expandiendo su hoja para compensar restricciones privadas. El problema es que, bajo este régimen, cualquier intento de QT tiende a endurecer rápidamente las condiciones financieras: cuando las reservas caen — históricamente por debajo de ~10% del PIB— el control de la tasa overnight se vuelve inestable y Fed se ve obligada a revertir el ajuste.

La Reserva Federal se está acercando a una postura neutral. Incluso si decide “saltar” enero, el margen para recortes adicionales en 2026 sigue abierto. Más importante aún, la expansión del balance de la Fed —con compras de T-bills por USD 57.000 millones mensuales hasta abril— equivale, en términos macro, a al menos un recorte adicional de tasas.

La crítica a Warsh asume erróneamente que reducir el balance implica necesariamente perder control del mercado monetario. Lo que se omite es que este vínculo es endógeno a la regulación. Una desregulación selectiva permitiría liberar capacidad en los balances bancarios, aumentando la demanda estructural por Treasuries y reduciendo la dependencia del sistema de reservas precautorias.

Este marco es particularmente relevante en un entorno de déficits fiscales persistentes, donde los hedge funds se han convertido en compradores marginales de deuda, financiándose en el mercado overnight. Sin cambios regulatorios, reducir el balance de la Fed elevaría el costo de fondeo y tensionaría el mercado de Treasuries.

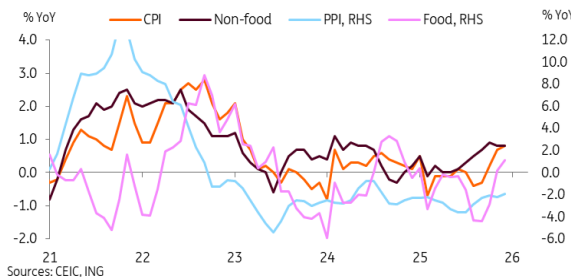


La implementación de este régimen no es automática ni técnica, sino esencialmente institucional y política. Requiere una mayoría en el Board of Governors de la Fed: por eso el control de las sillas —incluida la presidencia de la Fed— es central.

Warsh y Bessent parecen entender que la privatización del balance de la Fed debe ser gradual, administrada y coordinada. En este nuevo régimen, **la regulación bancaria pasa a ser un instrumento explícito de gestión macro-fiscal**, con el objetivo de trasladar riesgo desde el balance público al privado sin comprometer la estabilidad del sistema financiero.

### China: salida gradual de la trampa deflacionaria, pero con una recuperación cada vez más desbalanceada

China logró evitar formalmente la deflación en 2025. La inflación interanual de diciembre alcanzó 0,8%, su nivel más alto en casi tres años, llevando el promedio anual a 0,0%. Más relevante que el nivel es la dirección: tras un prolongado período de inflación anémica, los precios parecen haber tocado piso y comenzar una lenta normalización de cara a 2026.



## | Situación macro

Los datos reales más recientes refuerzan la idea de una recuperación incompleta y crecientemente desbalanceada. La producción industrial sigue mostrando resiliencia y el superávit comercial alcanzó un récord, confirmando que China continúa profundamente integrada a las cadenas globales de suministro, incluso fuera de EE. UU.

El problema sigue siendo la demanda doméstica. Las ventas minoristas de diciembre se desaceleraron y el sector inmobiliario volvió a deteriorarse, con caídas más profundas de precios, desplome de la inversión y un clima de negocios frágil. Los PMI de enero refuerzan esta lectura: el manufacturero oficial volvió a zona contractiva (49,3) y el no manufacturero cayó a mínimos de 37 meses, reflejando debilidad persistente en servicios y consumo. La única señal constructiva provino de los precios, con subíndices en máximos de casi dos años.

## | Mercados financieros

### Renta Fija

#### **China: salida gradual de la trampa deflacionaria, pero con una recuperación cada vez más desbalanceada**

El mercado de renta fija estadounidense entra en 2026 bajo un giro de política poco convencional. La narrativa dominante es una rotación desde la austeridad arancelaria hacia un paquete explícito de estímulo fiscal, monetario y cuasi-regulatorio, con la vivienda como canal prioritario de transmisión. El objetivo ya no es anclar expectativas de inflación ni disciplinar el déficit, sino forzar una baja de las tasas hipotecarias, aun a costa de distorsionar la estructura de tasas.

La decisión de instruir a Fannie Mae y Freddie Mac a comprar USD 200.000 millones en MBS, compensando casi exactamente el roll-off del balance de la Fed, marca un punto de inflexión. Este bypass de la política monetaria tradicional busca comprimir spreads hipotecarios frente a Treasuries y acelerar la relajación financiera. Los spreads ya reflejan este cambio: MBS regulares cerca de 15 pb y zero-vol por debajo de 100 pb, niveles históricamente asociados a episodios de estrés. Nuestro escenario base contempla una compresión adicional hacia un dígito bajo, posicionando a los MBS como uno de los activos defensivos más atractivos del ciclo.

En paralelo, emerge un segundo pilar del nuevo régimen: la privatización del mercado de Treasuries hacia el sistema bancario, facilitada por cambios regulatorios. A diferencia de la Fed, los bancos no son compradores inelásticos de duración: su apetito depende del capital, del carry y de la volatilidad. El resultado es una mayor prima por plazo estructural, incluso en un contexto de crecimiento moderado, consolidando una curva más empinada.

En este nuevo régimen, el riesgo dominante no es recesivo, sino de volatilidad exógena —en particular desde Japón— capaz de amplificar movimientos en la tasa larga.

### **Japón: el eslabón externo que empuja la curva global**

El reciente sell-off en los JGBs introduce el principal riesgo externo para la narrativa constructiva en EE.UU. La suba abrupta de los rendimientos largos —con el 30 años cerca de 4% y el 10 años por encima de 2,3%— sugiere algo más que volatilidad transitoria: es la señal más clara hasta ahora de que Japón comienza a abandonar su régimen financiero de posdeflación, posiblemente de forma desordenada.

Las expectativas de inflación refuerzan la lectura de cambio de régimen. Las medidas implícitas a cinco años ya convergen hacia niveles comparables a los de EE.UU., indicando que el mercado asume el fin de la era deflacionaria. Por primera vez en décadas, los inversores exigen compensación por inflación estructuralmente positiva, presionando de forma persistente a la parte larga de la curva.



El canal de transmisión global es directo. Japón es el mayor acreedor externo de Treasuries:

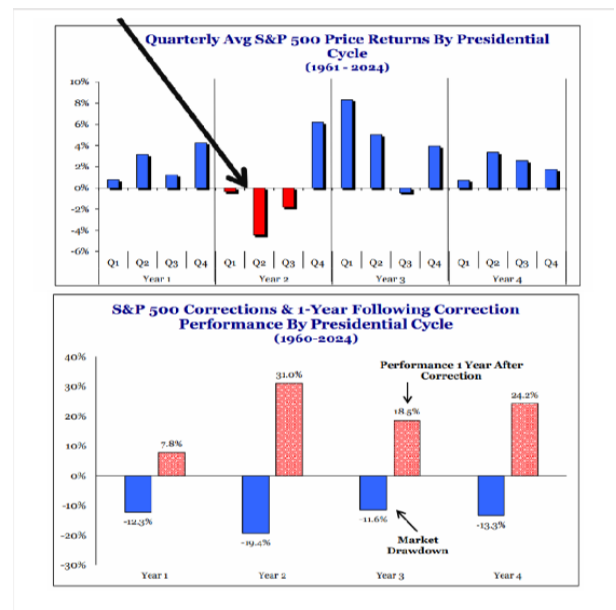
La falta de apreciación sostenida del yen reduce el riesgo inmediato de un unwind desordenado del carry trade, aunque no elimina la amenaza estructural. La posibilidad de intervención coordinada EE.UU.–Japón limita la depreciación del yen, pero no resuelve el dilema central: Japón puede estabilizar la moneda o los rendimientos, pero difícilmente ambos.

**Mercado de crédito: complacencia en spreads, vulnerabilidad en volatilidad.** El mercado de crédito entra en 2026 con spreads comprimidos y una lectura benigna del crecimiento, consistente con el impulso fiscal esperado y una demanda agregada todavía sólida. El problema no está en los fundamentos, sino en el precio del riesgo bajo un régimen de volatilidad artificialmente baja. La volatilidad de bonos permanece cerca de mínimos de varios años, pese a un entorno objetivamente más inestable: presión estructural sobre las tasas largas, cuestionamientos a la independencia de la Fed y, sobre todo, el shock japonés como catalizador externo. Históricamente, esta combinación —spreads estrechos y volatilidad reprimida— tiende a resolverse de forma abrupta.

## Renta Fija

### Mayor amplitud pero señales preocupantes de cambio de régimen

En Estados Unidos, el comportamiento reciente de la renta variable continúa siguiendo con notable precisión los patrones históricos de los años de elecciones legislativas de medio término. A pesar de un entorno político excepcionalmente desordenado, la interacción entre ciclo económico, política fiscal y desempeño bursátil está actuando de forma sorprendentemente convencional. La economía suele recibir un impulso en la primera parte del mandato presidencial con el objetivo de llegar a las elecciones legislativas con mayor crecimiento, lo que genera un patrón recurrente: recuperación cíclica inicial, seguida por una transición hacia un mercado más defensivo a medida que el crecimiento se consolida y la atención se desplaza hacia la política.



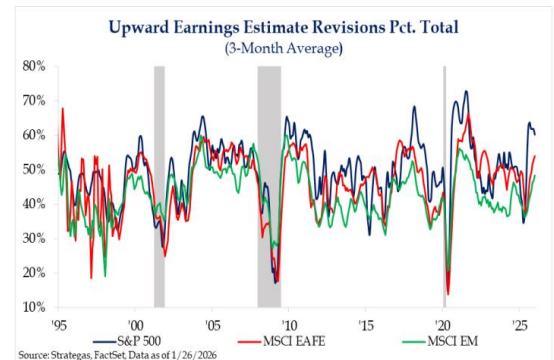
Esta transición ya es visible en la estructura interna del mercado. Las acciones de menor capitalización y los índices equiponderados han superado a los ponderados por capitalización, replicando casi exactamente el comportamiento promedio de los años de elecciones legislativas. A nivel sectorial, industriales y materiales han asumido el liderazgo, mientras que consumo básico y salud comienzan a destacarse antes de lo habitual. El buen desempeño reciente de consumo básico no debe interpretarse como un episodio aislado: históricamente, este movimiento aparece cuando los inversores comienzan a construir defensas de manera temprana, incluso sin un deterioro macroeconómico evidente.

**Desde una perspectiva histórica, este contexto invita a la cautela.** Los años de elecciones legislativas combinan, en promedio, el mayor crecimiento económico con el peor desempeño relativo de la renta variable. Son años caracterizados por mayor volatilidad y rendimientos más erráticos, donde el premio por asumir riesgo direccional tiende a reducirse. La experiencia sugiere que no se trata de abandonar el mercado, sino de adoptar un enfoque más táctico y selectivo.

**El foco de preocupación principal es el sector tecnológico.** La falta de liderazgo y de nuevos máximos en tecnología es inconsistente con un mercado estructuralmente saludable. Cuando el sector que define el crecimiento pierde tracción al mismo tiempo que aumentan las señales defensivas y la volatilidad, el régimen cambia: el mercado deja de recompensar la compra sistemática de caídas y comienza a exigir confirmación de tendencia.

## Resto del mundo: liderazgo internacional con mejor respaldo fundamental

**Fuera de Estados Unidos, el desempeño relativo sigue siendo favorable.** Los mercados emergentes y los desarrollados fuera de Estados Unidos continúan superando al índice estadounidense, apoyados por una aceleración significativa en las revisiones de utilidades y por un entorno financiero global más flexible, favorecido por la depreciación del dólar. América Latina y Asia del Sur destacan como beneficiarios naturales del reordenamiento geopolítico y del ciclo de materias primas.



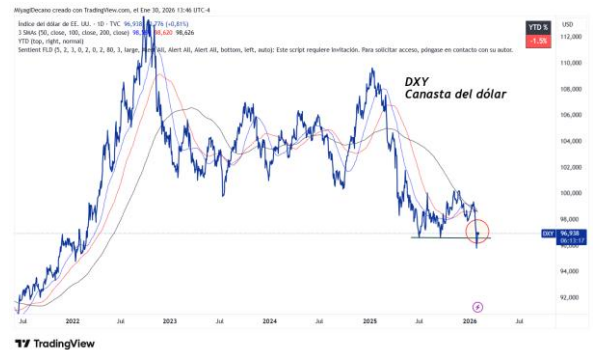
**Brasil** mantiene un perfil atractivo hacia 2026, con señales de que las tasas de interés han alcanzado su punto máximo y con un escenario político que podría habilitar un cambio gradual hacia un modelo más orientado a la inversión y la productividad. Aun así, el momento del ciclo global exige prudencia.

En síntesis, aunque la mayor amplitud sectorial y geográfica sigue siendo una señal constructiva, **los riesgos están aumentando.** El ciclo político estadounidense, las primeras señales defensivas, la sensibilidad creciente a los rendimientos y, sobre todo, la falta de liderazgo del sector tecnológico reduce la asimetría favorable que justificaba una posición sobreponderada en renta variable. El escenario base no es recesivo, pero sí más exigente: conviene reducir el riesgo, reforzar calidad y liquidez, y prepararse para un entorno de mayor volatilidad.

## Divisas

### El dólar rebota desde mínimos de 2022 y pone a prueba el apetito por riesgo

El dólar tocó recientemente un mínimo no visto desde 2022, tras perforar soportes técnicos relevantes frente a monedas desarrolladas y mantener una tendencia de debilidad persistente frente a emergentes. Sin embargo, desde esos niveles el rebote ha sido rápido y contundente. Este repunte táctico —favorecido por posicionamiento liviano, factores técnicos y algo de cobertura— está teniendo un efecto disciplinador sobre los activos de mayor beta, forzando procesos de desapalancamiento que alcanzan tanto a acciones cíclicas como a criptoactivos, incluido bitcoin.



En el trasfondo, el dólar sigue enfrentando valuaciones exigentes y un soporte de tasas que se erosiona gradualmente, en un contexto político donde la administración busca un dólar más débil para mejorar la competitividad externa, sin perder su poder financiero global.

Si el debilitamiento es ordenado, el impacto sobre los activos estadounidenses sería neutral. Pero episodios de rebote como el actual recuerdan que la transición hacia un régimen de dólar estructuralmente más débil será volátil y no lineal.

## Commodities

### Reafirmamos nuestra expectativa positiva en materias primas

Nuestra tesis contraria que adoptamos de cara al 2026 de estar positivos en materias primas luce cada vez más validada. El telón de fondo sigue siendo constructivo: valuaciones atractivas, asignaciones aún livianas y un conjunto de riesgos geopolíticos y de oferta que favorecen un piso más alto para los precios. Dentro de este universo, el petróleo destaca particularmente. La escalada de tensiones en Medio Oriente —con Irán como epicentro— eleva de forma material la probabilidad de shocks de oferta que el mercado todavía no está descontando plenamente, mientras la capacidad ociosa global permanece limitada.

Dicho esto, **el mensaje clave es de convicción, pero también de disciplina.** Los violentos episodios recientes en metales preciosos no reflejan un deterioro fundamental, sino un rechazo explícito del mercado al exceso de leverage. Cuando un trade se vuelve masivo, financiado y sensible a volatilidad, el ajuste deja de ser una cuestión de "opinión" y pasa a ser mecánico: margin calls, liquidez que desaparece y ventas forzadas. En ese contexto, los procesos de digestión pueden extenderse más de lo esperado, aun dentro de un bull market más amplio.

Nuestra lectura es clara: el ciclo de commodities sigue vivo, con petróleo como uno de los vectores más atractivos hoy. Pero el camino será irregular. Mantener exposición, sí; sobreapalancarse, no.

## Asset Allocation – enero 2026

|                                       | Perspectiva global |   |              |   |   | Eno-26 | Comentarios   |
|---------------------------------------|--------------------|---|--------------|---|---|--------|---|
|                                       | 1 a 6 meses        |   | 6 a 12 meses |   |   |        |   |
| Asset Allocation global               | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Acciones</b>                       |                    |   |              |   |   |        | Tras la corrección de octubre/noviembre, esperamos un repunte entrado 1Q26 ante el aumento de la liquidez y el impulso fiscal. Más adelante, el foco pasará a los riesgos actuales (AI, valuaciones, ciclo electoral) lo que posiblemente nos lleve a una postura más defensiva.  |
| <b>Bonos</b>                          |                    |   |              |   |   |        | Tasas en rango 1Q26. Carry atractivo. El manejo del balance y cambios regulatorios contrastaría cualquier aumento en la prima al vencimiento en los rendimientos de deuda, al menos en los primeros meses del año.  |
| <b>Materias primas</b>                |                    |   |              |   |   |        | El petróleo intenta estabilizarse, los metales industriales toman fuerza, mientras los metales preciosos están finalizando la fase de consolidación.  |
| <b>Alternativos</b>                   |                    |   |              |   |   |        | Seguimos viendo valor en el crédito privado y el private equity aunque reconocemos que el riesgo ha aumentado tras el crecimiento exponencial en el sector. Alternativos líquidos como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante volatilidad en los rendimientos de deuda.   |
| <b>Criptomonedas</b>                  |                    |   |              |   |   |        | Creemos que estamos muy cerca del piso de la corrección y por ello pasamos a una postura más neutral de corto plazo.  |
| <b>Cash</b>                           |                    |   |              |   |   |        | Mantenemos cash para ser selectivos con las compras.  |
| <b>Renta variable (regiones)*</b>     | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Estados Unidos</b>                 |                    |   |              |   |   |        | Esperamos un repunte amplio, tanto en grandes como pequeñas compañías, de la mano de un crecimiento en la actividad.  |
| <b>Europa</b>                         |                    |   |              |   |   |        | El giro hacia políticas fiscales procíclicas en Alemania y potencialmente en toda la Eurozona impulsará el crecimiento y favorecerá a la renta variable, aunque persisten desafíos estructurales significativos. De corto plazo se puede ver afectada por el repunte del dólar.   |
| <b>Japón</b>                          |                    |   |              |   |   |        | La posibilidad que el yen comience a fortalecerse la vuelve más vulnerable.   |
| <b>Asia</b>                           |                    |   |              |   |   |        | Positivo en aquellas regiones que se benefician del impulso de las materias primas y de una mejora en la demanda interna. China ha liderado la suba por el liderazgo en AI y expectativas de estímulo mientras que el mercado indio ha retomado el liderazgo.   |
| <b>América Latina</b>                 |                    |   |              |   |   |        | Los fundamentos han mejorado. El repunte en el dólar presenta una oportunidad para incrementar en los próximos meses en caso que los precios caigan. Favorecida además en caso de un ciclo virtuoso de materias primas.   |
| <b>Renta variable (sectores)*</b>     | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Tecnología</b>                     |                    |   |              |   |   |        | El ciclo de inversión en infraestructura de inteligencia artificial se mantiene sólido, impulsando la demanda en semiconductores, software y servicios. El crecimiento de ganancias sigue siendo robusto, favorecido además por una alta exposición a ingresos internacionales en un contexto de debilidad del dólar. Tras la corrección de los últimos meses, esperamos que lideren al comenzar 2026.  |
| <b>Comunicaciones</b>                 |                    |   |              |   |   |        | Sector muy dividido, con las empresas de entretenimiento por un lado y el sector más defensivo de telecomunicaciones por el otro (orientación hacia servicios no cíclicos y su exposición limitada a los aranceles). Aunque META y GOOGL siguen beneficiándose de los vientos de cola de la inteligencia artificial, ese impulso aún no se refleja plenamente en sus resultados, ya que el crecimiento del flujo de caja libre se ha estancado por el aumento del gasto de capital. |
| <b>Consumo discrecional</b>           |                    |   |              |   |   |        | Sector que debería verse favorecido por los renovados estímulos al comenzar 2026.   |
| <b>Financiero</b>                     |                    |   |              |   |   |        | Tras la corrección, volvimos a mejorar su perspectiva. Solidez de los fundamentales, con una posible relajación de algunas normas que podrían llevar a aumentar préstamos y buybacks. Mejora en el comportamiento relativo de empresas de private equity en las últimas semanas.  |
| <b>Industriales</b>                   |                    |   |              |   |   |        | Mantenemos una posición sobreponderada por factores estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e infraestructura eléctrica.   |
| <b>Materiales</b>                     |                    |   |              |   |   |        | La expectativa de nuevos estímulos en China, la expectativa de aumento de crecimiento global de corto plazo y el riesgo inflacionario más adelante, impacta positivamente.  |
| <b>Energía</b>                        |                    |   |              |   |   |        | La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero fundamentos positivos de mediano plazo. Los dividendos y recompras de las grandes petroleras probablemente vuelvan a superar el gasto de capital.  |
| <b>Consumo básico</b>                 |                    |   |              |   |   |        | Sector muy castigado que no logra estabilizarse. Valuación atractiva, posibilidad de destacarse a partir del segundo trimestre a medida que aumente la volatilidad electoral.   |
| <b>Salud</b>                          |                    |   |              |   |   |        | De corto plazo, reducimos a neutral luego de varios meses liderando y de fuertes subas. El sector sigue siendo atractivo, respaldado por tendencias en mejora y expectativas de ganancias más favorables. No obstante, persisten ciertos riesgos asociados a posibles cambios regulatorios.   |
| <b>Servicios públicos</b>             |                    |   |              |   |   |        | Positivo dada la combinación de características defensivas y los vientos de cola del crecimiento secular derivados del aumento de la demanda interna de energía. Una caída en la demanda de energía o una desaceleración en la inversión de capital vinculada a la inteligencia artificial ejercerían presión negativa sobre el sector.   |
| <b>Real estate</b>                    |                    |   |              |   |   |        | Se beneficia de menores tasas y sesgo defensivo. La tendencia de retorno a las oficinas parece estar ganando impulso. El renovado proceso de recortes de tasas debería beneficiarlo si esto impulsa una revitalización significativa de la demanda de vivienda, que hasta ahora se había mantenido estancada.   |
| <b>Renta fija</b>                     | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Duration</b>                       |                    |   |              |   |   |        | Los rendimientos de deuda se han mantenido mayormente dentro del rango 4.0%-4.5%. Nuestra expectativa es que continúe esta tendencia.   |
| <b>Soberanos desarrollados</b>        |                    |   |              |   |   |        | MBS sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses.   |
| <b>Corporativo (Investment grade)</b> |                    |   |              |   |   |        | Los spreads actuales ofrecen poco valor aunque el carry debería compensar cualquier aumento repentino en los spreads.   |
| <b>Corporativo (high yield)</b>       |                    |   |              |   |   |        | Los spreads han vuelto a comprimir, siguen sin compensar mayormente el riesgo. Con un horizonte más largo, es un sector que se vuelve vulnerable a un mercado de crédito maduro.  |
| <b>Emergente</b>                      |                    |   |              |   |   |        | Deuda emergente enfrenta valuaciones exigentes en soberanos y un entorno técnico desafiante por récord de emisiones, pero los corporativos destacan como la mejor oportunidad relativa gracias a su carry atractivo y fundamentos más sólidos.  |
| <b>Materias primas</b>                | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Petróleo</b>                       |                    |   |              |   |   |        | La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero los fundamentos cíclicos dominan las perspectivas de mediano plazo. Si bien puede caer de corto plazo, tenemos una visión alcista sustentada por una mejora en la demanda y sin señales de shocks relevantes por el lado de la oferta. Venezuela no representa un riesgo inminente.  |
| <b>Metales básicos</b>                |                    |   |              |   |   |        | La desglobalización y la fragmentación de las cadenas de suministro son positivas. El dólar representa un lastre de corto plazo en caso que se fortalezca, aunque de mediano plazo es positivo. Factores de oferta resultan clave de corto plazo.   |
| <b>Oro</b>                            |                    |   |              |   |   |        | Mantenemos una visión positiva de largo plazo sobre el oro como reserva de liquidez ante la erosión de monedas fiduciarias y la desglobalización. La consolidación podría estar cerca de finalizar. La apreciación del dólar en los próximos meses representa el principal lastre.  |
| <b>Divises</b>                        | -                  | 0 | +            | - | 0 | +      |   |
| <b>Dólar (DXY)</b>                    |                    |   |              |   |   |        | El dólar sigue traccionando y puede comenzar a fortalecerse de la mano de un repunte en la actividad en Estados Unidos.   |
| <b>Yen</b>                            |                    |   |              |   |   |        | Tras la debilidad de los últimos meses, es posible que estemos alcanzando un tope relevante.  |
| <b>Monedas emergentes</b>             |                    |   |              |   |   |        | Tras la fortaleza de los últimos meses, esperamos una pausa, en línea con el repunte del dólar.   |

\* En relación al MSCI World

- Fuerte underweight
- Underweight
- Neutral
- Overweight
- Fuerte overweight

## Rendimientos históricos

|               | Δ 2008       | Δ 2009       | Δ 2010       | Δ 2011       | Δ 2012      | Δ 2013       | Δ 2014       | Δ 2015       | Δ 2016       | Δ 2017       | Δ 2018       | Δ 2019       | Δ 2020      | Δ 2021      | Δ 2022       | Δ 2023       | Δ 2024       | Δ 2025      | Δ 2026       |             |              |              |              |             |             |              |             |              |             |             |              |              |             |             |             |      |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 10-Year UST   | 13.24%       | MSCI EM      | REITS 27.7%  | 10-Year UST  | Global HY   | 19.6%        | MSCI Japan   | 51.86%       | REITS 28.04% | MSCI Japan   | Russell 2000 | MSCI China   | 52.34%      | 2-Year UST  | REITS 28.02% | MSCI China   | 26.7%        | REITS 42.5% | Commodities  | 22.2%       | S&P500       | 23.9%        | S&P500       | 21.9%       | MSCI Europa | 39.2%        | MSCI Japan  | 10.3%        |             |             |              |              |             |             |             |      |
| 2-Year UST    | 3%           | Global HY    | Russell 2000 | 25.3%        | Inflation   | Bonds 8.53%  | REITS 19.57% | Russell 2000 | 36.82%       | S&P 500      | 11.29%       | MSCI Europe  | 14.27%      | MSCI EM     | 34.59%       | Global HY    | 14.27%       | MSCI EM     | 10-Year UST  | -0.27%      | REITS 28.02% | MSCI China   | 26.7%        | REITS 42.5% | Commodities | 22.2%        | S&P500      | 23.9%        | S&P500      | 21.9%       | MSCI Europa  | 39.2%        | MSCI Japan  | 10.3%       |             |      |
| US Agg Bond   | 2.99%        | MSCI China   | Global HY    | 14.82%       | REITS 7.54% | MSCI Japan   | 18.85%       | S&P 500      | 29.69%       | MSCI Japan   | 7.6%         | REITS 2.82%  | Commodities | 10.12%      | S&P 500      | 19.38%       | Commodities  | 10.12%      | S&P 500      | 19.38%      | US Agg Bond  | -2.6%        | Russell 2000 | 21.76%      | S&P 16.2%   | S&P 28.0%    | 2-Year UST  | -7.2%        | MSCI Japan  | 16.3%       | Russell 2000 | 11.4%        | MSCI China  | 33.4%       | Commodities | 7.8% |
| EM LC Debt    | 0.58%        | EM HC Sov    | MSCI EM      | 14.8%        | EM HC Sov   | MSCI China   | 18.74%       | MSCI Europe  | 16.43%       | 10-Year UST  | 6.8%         | 2-Year UST   | -0.11%      | S&P 500     | 9.64%        | MSCI Japan   | 17.61%       | Inflation   | Bonds -4.01% | MSCI Europe | 18.36%       | MSCI EM      | Russell 2000 | 15.1%       | 13.5%       | Russell 2000 | 14.8%       | Global HY    | 9.2%        | MSCI Japan  | 26.1%        | Russell 2000 | 6.4%        | Commodities | 7.8%        |      |
| US IG -4.74%  | REITS 28.47% | EM LC Debt   | 12.89%       | US IG 4.64%  | EM HC Sov   | 18.26%       | Global HY    | 7.33%        | EM HC Sov    | 5%           | EM HC Sov    | -0.28%       | 8.88%       | EM LC Debt  | 14.44%       | Global HY    | 4.06%        | MSCI Japan  | 15.33%       | Inflation   | Bonds 9.5%   | MSCI Japan   | 11.4%        | 11.4%       | 12.8%       | Global HY    | Commodities | 8.5%         | S&P500      | 18.0%       | REITS 4.6%   | REITS 4.6%   | REITS 4.6%  | REITS 4.6%  |             |      |
| Inflation     | Bonds -6.2%  | MSCI Europe  | S&P 500      | 12.84%       | US Agg Bond | 4.26%        | MSCI EM      | 16.9%        | REITS 2.7%   | MSCI China   | 4.67%        | 10-Year UST  | -0.38%      | MSCI EM     | 8.76%        | Russell 2000 | 13.06%       | REITS -4.1% | MSCI China   | 12.04%      | 10-Year UST  | 8.8%         | MSCI Europe  | 10.4%       | EM LC Debt  | 12.7%        | REITS 10.7% | US HY 7.9%   | EM LC Debt  | 15.8%       | MSCI Europe  | 4.3%         | MSCI Europe | 4.3%        |             |      |
| EM HC Sov     | 12.86%       | Russell 2000 | EM HC Sov    | 10.52%       | Global HY   | EM LC Debt   | 16.11%       | MSCI China   | 0.43%        | US IG 4.59%  | S&P 500      | 8.01%        | EM HC Sov   | 11.27%      | EM HC Sov    | 4.74%        | Commodities  | 11.84%      | Global HY    | 7.0%        | Inflation    | Bonds 1.6%   | Global HY    | 12.2%       | EM HC Sov   | 10.4%        | MSCI Japan  | 7.0%         | EM HC Sov   | 14.2%       | MSCI China   | 1.7%         | MSCI China  | 1.7%        |             |      |
| US HY         | 21.53%       | S&P 500      | MSCI Europe  | 8.04%        | 2-Year UST  | Russell 2000 | 2-Year UST   | -0.5%        | MSCI EM      | 17.9%        | US Agg Bond  | -1.92%       | 7.93%       | Global HY   | 10.43%       | US IG -5.47% | MSCI EM      | 10.18%      | MSCI Japan   | 6.5%        | Global HY    | 0.8%         | US Agg Bond  | 15.0%       | EM LC Debt  | 8.3%         | MSCI EM     | Russell 2000 | 12.6%       | EM LC Debt  | 1.2%         | EM LC Debt   | 1.2%        | EM LC Debt  | 1.2%        |      |
| Global HY     | 26.88%       | EM LC Debt   | Commodities  | 7.17%        | EM LC Debt  | 5&P 500      | 13.47%       | US HY -0.5%  | Russell 2000 | 3.69%        | Inflation    | Bonds -2.08% | US HY 7.41% | REITS 8.69% | EM LC Debt   | 5.69%        | Global HY    | 9.93%       | EM HC Sov    | 6.3%        | US HY -0.23% | 10yr UST     | 15.3%        | MSCI EM     | EM HC Sov   | 5.7%         | Global HY   | 12.0%        | Global HY   | 0.8%        | Global HY    | 0.8%         | Global HY   | 0.8%        |             |      |
| Russell 2000  | 35.14%       | US HY        | 10-Year UST  | S&P 500      | 0.2%        | MSCI Europe  | Commodities  | -1.83%       | US Agg Bond  | 3.47%        | Global HY    | Inflation    | Bonds 3.18% | MSCI Europe | S&P 500      | 7.27%        | Commodities  | 3.89%       | US HY        | 7.06%       | EM HC Sov    | 9.35%        | US Agg Bond  | 5.2%        | US Agg Bond | 3.4%         | US Agg Bond | 4.6%         | MSCI Europe | 3.5%        | US Agg Bond  | 7.3%         | US Agg Bond | 0.5%        |             |      |
| REITS -17.56% | Commodities  | 11.22%       | US IG 3.58%  | US HY -0.95% | US HY 4.38% | EM HC Sov    | 3.42%        | Inflation    | Bonds 1.92%  | US IG -4.56% | US IG 2.35%  | Commodities  | 3.89%       | US HY       | 7.06%        | EM HC Sov    | 9.35%        | US Agg Bond | 5.2%         | US Agg Bond | 3.4%         | US Agg Bond  | 3.4%         | US Agg Bond | 4.6%        | MSCI Europe  | 3.5%        | US Agg Bond  | 7.3%        | US Agg Bond | 0.5%         | US Agg Bond  | 0.5%        |             |             |      |
| S&P 500       | 38.28%       | MSCI Japan   | Inflation    | Bonds 3.48%  | Commodities | Inflation    | Bonds 4.04%  | US Agg Bond  | -4.19%       | 2-Year UST   | 0.08%        | Russell 2000 | 5.85%       | 2-Year UST  | 0.11%        | US IG 2.57%  | Russell 2000 | 12.17%      | EM LC Debt   | 7.96%       | EM LC Debt   | 5.1%         | 2-yr UST     | 2.8%        | S&P -18.6%  | US IG 3.9%   | US IG 2.6%  | US Agg Bond  | 7.3%        | US Agg Bond | 0.5%         | US Agg Bond  | 0.5%        |             |             |      |
| MSCI Japan    | 43.62%       | US IG 5.54%  | US HY 2.79%  | Russell 2000 | 5.74%       | US IG 3.85%  | EM LC Debt   | 5.05%        | Global HY    | 0.01%        | Global HY    | 10.07%       | US HY       | 10.07%      | US Agg Bond  | 0.05%        | US Agg Bond  | 1.18%       | US Agg Bond  | 1.8%        | MSCI Europe  | 13.1%        | US HY 7.19%  | 2-Year 2.1% | EM HC Sov   | 3.9%         | EM HC Sov   | 1.3%         | Inflation   | Bonds 1.0%  | Inflation    | Bonds 1.6%   | Inflation   | Bonds 6.6%  | US Agg Bond | 0.4% |
| MSCI Europe   | 45.52%       | Inflation    | MSCI China   | MSCI Europe  | 10.94%      | 10-Year UST  | 1.82%        | US IG -5.53% | EM LC Debt   | 3.4%         | MSCI China   | 10.1%        | MSCI Europe | 0.5%        | Commodities  | -13.88%      | 10-Year UST  | 6.51%       | 10-Year UST  | 6.51%       | US HY -0.7%  | MSCI EM      | 5.0%         | MSCI EM     | 20.6%       | 2-Year UST   | 1.3%        | US Agg Bond  | 2-Year UST  | 5.9%        | US IG 0.2%   | US IG 0.2%   | US IG 0.2%  | US IG 0.2%  |             |      |
| Commodities   | -45.75%      | US Agg Bond  | US Agg Bond  | 2.59%        | MSCI EM     | US Agg Bond  | MSCI EM      | 5.76%        | US HY        | 3.53%        | EM LC Debt   | 10.1%        | 10-Year UST | 0.73%       | Inflation    | Bonds 0.8%   | MSCI Japan   | 6.33%       | REITS -4.8%  | 10yr UST    | -6%          | Russell 2000 | 21.4%        | 10-Year UST | 0.6%        | 2-Year UST   | 0.2%        | Commodities  | 4.9%        | US HY 0.0%  | US HY 0.0%   | US HY 0.0%   | US HY 0.0%  |             |             |      |
| MSCI EM       | 50.16%       | 2-Year UST   | 2-Year UST   | MSCI China   | 2-Year UST  | 10-Year UST  | 7.68%        | MSCI EM      | 5.99%        | MSCI EM      | 18.0%        | MSCI China   | 1.38%       | MSCI China  | 0.72%        | 17.11%       | US Agg Bond  | 5.4%        | 5.72%        | MSCI Europe | 5.4%         | EM LC Debt   | 21.2%        | MSCI China  | -3.7%       | 10-Year UST  | 1.9%        | REITS 3.3%   | 2-Year UST  | 0.0%        | 2-Year UST   | 0.0%         | 2-Year UST  | 0.0%        |             |      |
| MSCI China    | 52.23%       | 10-Year UST  | MSCI Japan   | MSCI Japan   | Commodities | Inflation    | Bonds -9.48% | Commodities  | -12.96%      | Commodities  | -14.06%      | Commodities  | 2.6%        | 0.71%       | 20.31%       | 2-Year UST   | 1.2%         | Commodities | 1.2%         | Commodities | 1.2%         | Commodities  | 21.9%        | MSCI China  | 12.5%       | EM LC Debt   | 2.0%        | 10-Year UST  | 0.2%        | 10-Year UST | 0.3%         | 10-Year UST  | 0.3%        |             |             |      |

Datos al 6 de febrero 2026

|                             | Ultimo   | 1W     | 1M     | 3M      | 12M      | YTD    |
|-----------------------------|----------|--------|--------|---------|----------|--------|
| <b>Renta Fija</b>           |          |        |        |         |          |        |
| Global Aggregate Bond Index | 4,42     | -0,3%  | -0,8%  | -0,4%   | 4,1%     | -1,3%  |
| US Aggregate Bond Index     | 100,02   | -0,1%  | 0,0%   | -0,2%   | 2,3%     | 0,1%   |
| US Treasury 3M              | 3,67     | 0,9    | 8,3    | -18,3   | -65,4    | 3,6    |
| US Treasury 1Yr             | 3,47     | 0,4    | 0,0    | -16,8   | -70,6    | -0,2   |
| US Treasury 2Yr             | 3,53     | 0,5    | 6,5    | -2,7    | -68,5    | 5,4    |
| US Treasury 10Yr            | 4,26     | 2,0    | 8,3    | 17,3    | -17,8    | 8,8    |
| US Treasury 30Yr            | 4,92     | 5,1    | 5,9    | 24,4    | 28,6     | 8,0    |
| Alemania 10Yr               | 2,84     | -0,1   | 0,1    | 19,3    | 46,5     | -1,2   |
| China 10Yr                  | 1,81     | 0,2    | -6,7   | 0,7     | 21,3     | -3,4   |
| Japon 10 Yr                 | 2,22     | -2,0   | 9,5    | 54,3    | 95,3     | 16,4   |
| Sob Bz 10Yr - USD           | 4,96     | 1,2    | -4,9   | 4,7     | #VALOR I | -5,1   |
| IG - 5 YEAR SPREAD          | 51,2     | 1,8    | 1,9    | -1,3    | 3,4      | 1,2    |
| HY - 10 YEAR SPREAD         | 24800,0  | 1500,0 | 1700,0 | -2600,0 | -2700,0  | 1200,0 |
| EMBI Global Spread          | 226,1    | 1,7    | -1,7   | -11,6   | -63,4    | -5,3   |
| <b>Acciones</b>             |          |        |        |         |          |        |
| MSCI World                  | 4452,1   | -1,7%  | -1,2%  | 3,0%    | 15,2%    | 0,5%   |
| VIX                         | 19,4     | 11,0%  | 31,3%  | -0,7%   | 24,9%    | 29,5%  |
| S&P500                      | 6862,5   | -1,1%  | -1,2%  | 2,1%    | 12,8%    | 0,2%   |
| Nasdaq                      | 22708,4  | -3,2%  | -3,6%  | -1,5%   | 14,7%    | -2,3%  |
| Russell 2000                | 2632,6   | 0,7%   | 1,9%   | 8,8%    | 14,1%    | 6,1%   |
| <b>Russell Value</b>        | 2195,2   | 1,5%   | 3,0%   | 9,9%    | 14,7%    | 6,0%   |
| <b>Russell Growth</b>       | 4534,6   | -3,3%  | -5,3%  | -4,6%   | 9,0%     | -4,8%  |
| MSCI Europa Des arrollados  | 67,0     | 0,4%   | 2,0%   | 8,8%    | 30,6%    | 4,4%   |
| Eurostoxx                   | 67,1     | 0,3%   | 1,9%   | 8,4%    | 26,4%    | 3,9%   |
| Dax                         | 24620,3  | 0,3%   | -1,1%  | 3,7%    | 12,4%    | 0,5%   |
| FTSE                        | 10353,5  | 1,3%   | 2,3%   | 6,3%    | 18,6%    | 4,3%   |
| MSCI Japón                  | 89,0     | 3,8%   | 7,1%   | 7,5%    | 28,5%    | 10,2%  |
| Nikkei                      | 54253,7  | 1,7%   | 4,5%   | 7,9%    | 39,9%    | 7,8%   |
| MSCI Mercados Emergentes    | 1507,5   | -1,3%  | 2,8%   | 8,2%    | 36,8%    | 7,3%   |
| MSCI China                  | 84,6     | -3,0%  | -2,6%  | -3,5%   | 25,2%    | 1,9%   |
| Shangai (in CNY)            | 4065,6   | -1,3%  | -0,4%  | 1,4%    | 24,3%    | 2,4%   |
| MSCI India                  | 53,1     | 2,7%   | -1,8%  | -0,9%   | 4,5%     | -1,7%  |
| MSCI Brasil                 | 1901,3   | -1,0%  | 11,4%  | 16,6%   | 42,0%    | 15,5%  |
| Ibovespa (in BRL)           | 181557,4 | 0,1%   | 10,9%  | 18,4%   | 43,8%    | 12,7%  |
| MSCI Mexico                 | 8258,5   | -1,7%  | 9,4%   | 16,7%   | 55,1%    | 11,1%  |
| MSCI Argentina              | 92,4     | -5,9%  | -0,9%  | 2,2%    | 5,0%     | 1,1%   |

|                           | Last    | 1W     | 1M     | 3M     | 12M    | YTD    |
|---------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Monedas</b>            |         |        |        |        |        |        |
| DXY - Dollar Index        | 97,6    | 0,6%   | -1,0%  | -2,1%  | -9,4%  | -0,7%  |
| Euro                      | 1,18    | -0,3%  | 1,1%   | 2,3%   | 13,8%  | 0,6%   |
| Pound Sterling            | 1,36    | -0,6%  | 0,8%   | 3,5%   | 9,4%   | 0,9%   |
| Yen                       | 157,0   | -1,4%  | -2,6%  | -2,6%  | -3,7%  | -0,2%  |
| Renminbi                  | 6,94    | 0,3%   | 2,6%   | 2,6%   | 4,8%   | 0,8%   |
| Real                      | 5,23    | 0,7%   | 2,4%   | 2,4%   | 9,3%   | 4,9%   |
| Peso Mexicano             | 17,3    | 0,8%   | 6,8%   | 6,8%   | 15,4%  | 3,8%   |
| Sol                       | 3,36    | 0,2%   | 0,4%   | 0,4%   | 9,6%   | 0,0%   |
| CL Peso                   | 859,2   | 1,6%   | 9,0%   | 9,0%   | 10,8%  | 4,6%   |
| CO Peso                   | 3681,3  | 0,4%   | 2,9%   | 2,9%   | 11,0%  | 2,5%   |
| Bitcoin                   | 68206,9 | -10,8% | -26,8% | -32,5% | -29,5% | -22,2% |
| Ethereum                  | 1979,7  | -13,5% | -39,5% | -40,5% | -26,9% | -33,5% |
| <b>Commodities</b>        |         |        |        |        |        |        |
| S&P Commodity index       | 4207,1  | -2,2%  | 6,0%   | 7,9%   | 11,3%  | 7,4%   |
| Petroleo (Brent)          | 67,9    | -3,9%  | 11,9%  | 7,2%   | -8,6%  | 11,6%  |
| Petroleo (WTI)            | 63,6    | -2,4%  | 11,4%  | 7,1%   | -9,9%  | 10,8%  |
| Soja, cUS/bushel          | 1123,3  | 5,5%   | 7,8%   | 2,9%   | 5,9%   | 9,0%   |
| Trigo, cUS/bushel         | 532,8   | -1,0%  | 4,4%   | -0,5%  | -9,4%  | 5,1%   |
| Maiz, cUS/bushel          | 433,5   | 1,2%   | -2,4%  | 1,1%   | -12,5% | -1,5%  |
| Oro, \$/oz                | 4946,4  | 1,1%   | 10,0%  | 24,4%  | 73,2%  | 14,5%  |
| Plata, \$/oz              | 76,4    | -10,4% | -6,0%  | 59,0%  | 137,4% | 6,6%   |
| Iron Ore CNY/ton          | 808,0   | 0,0%   | 2,4%   | 1,1%   | -0,1%  | 0,1%   |
| LME Lithium Hydroxide CIF | 17482,0 | 13,1%  | 63,2%  | 89,9%  | 67,3%  | 63,2%  |
| Aluminium, \$/tonne       | 3027,0  | -5,9%  | -1,9%  | 6,2%   | 15,7%  | 1,1%   |
| Lead, \$/tonne            | 1955,5  | -2,9%  | -3,4%  | -3,2%  | -2,4%  | -2,8%  |
| Nickel, \$/tonne          | 17071,0 | -7,1%  | 0,4%   | 13,5%  | 9,9%   | 2,6%   |
| Tin, \$/tonne             | 46458,0 | -15,7% | 9,4%   | 30,3%  | 50,8%  | 14,6%  |
| Zinc, \$/tonne            | 3302,0  | -3,2%  | 3,3%   | 8,5%   | 18,8%  | 5,9%   |
| Cobre (LME), \$/tonelada  | 12836,9 | -5,3%  | -1,6%  | 20,2%  | 40,5%  | 3,0%   |

te reporte tiene una intención puramente informativa. De las opiniones dadas sobre predicciones de mercado de cualquier tipo no deben asumirse como una invitación ni sugerencia de comprar o vender activo alguno. La información en este reporte ha sido compilada de fuentes consideradas confiables y si bien se han tomado recaudos razonables no podemos garantizar plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el reporte constituyen nuestro juicio al momento de salir este reporte y están sujetas a cambio sin previo aviso.