

| Visión de mercado

La economía acelera mientras el mercado continúa rotando y aumentan las chances de una corrección en semiconductores

- **La economía estadounidense continúa sorprendiendo al alza**, impulsado por un sólido ciclo de inversión corporativa y un consumidor respaldado por mayor liquidez, menores precios de la energía y un mercado laboral resiliente.
- La caída del petróleo y de la gasolina actúa como un estímulo adicional para el consumo y reduce las expectativas de inflación, aunque la inflación subyacente sigue mostrando persistencia.
- La Fed mantiene un sesgo restrictivo, mientras el mercado descuenta que podría volver a subir tasas en setiembre, aunque el reciente aplanamiento de la curva sugiere confianza en un soft landing y no en una recesión.
- **En términos de asset allocation, mantenemos una visión underweight en renta variable**, ya que el principal riesgo proviene de una Fed más hawkish y de la elevada euforia y valuaciones en inteligencia artificial, especialmente en semiconductores. **Esperamos una corrección táctica en los próximos dos meses**, concentrada en tecnología, que podría representar una buena oportunidad para incrementar exposición hacia finales de año.
- **Favorecemos una rotación dentro de la renta variable** hacia América Latina y China, donde las valuaciones resultan más atractivas y el posicionamiento sigue siendo reducido. **Corea y el sector de semiconductores muestran señales de exceso especulativo**, aumentando el riesgo de una corrección si se modera el ritmo de inversión en infraestructura de AI.
- **Seguimos neutrales en duration**, dado que el riesgo de un Treasury a 10 años cercano al 5% se redujo tras el aplanamiento de la curva; seguimos favoreciendo la deuda emergente. **Los spreads de deuda emergente permanecen atractivos**, respaldados por flujos positivos, crecimiento global resiliente y fundamentos sólidos. **Brasil destaca por su elevado carry**, fortaleza institucional y fundamentos macroeconómicos, pese a la incertidumbre asociada al próximo ciclo electoral.
- **Bonos soberanos: mantenemos una postura neutral en duration, aunque evaluaríamos extenderla tácticamente si la tasa a 10 años se aproxima a 5%**. Las tasas globales continúan enfrentando presiones alcistas. El deterioro fiscal de Estados Unidos, la menor demanda extranjera por Treasuries y el aumento de los rendimientos en Japón apuntan a un régimen de tasas estructuralmente más elevadas.
- **Mantenemos una visión constructiva sobre los commodities**, aunque reconocemos una pausa de corto plazo en energía; el oro comienza a ofrecer un atractivo punto de entrada gracias al apoyo de los bancos centrales y una probable pausa del dólar.
- **El dólar podría consolidar tras su reciente fortaleza**, mientras las estrategias alternativas líquidas continúan siendo una herramienta valiosa de diversificación en un entorno de valuaciones exigentes.

Situación macro

Estados Unidos: el crecimiento sorprende nuevamente, pero el mercado vuelve a mirar a la Fed

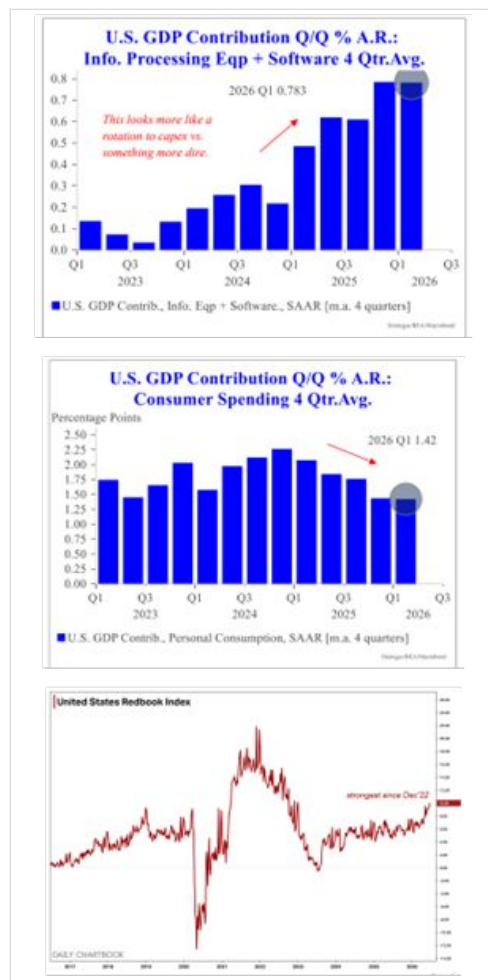
La economía estadounidense continúa desafiando las expectativas de desaceleración. **El PIB del primer trimestre fue revisado al alza hasta una tasa anualizada de 2,1%**, confirmando que la actividad mantiene un ritmo sólido, mientras los datos de inversión siguen sorprendiendo positivamente, validando la tesis de que la combinación de incentivos fiscales agresivos —particularmente la depreciación inmediata de inversiones en bienes de capital e I+D— está impulsando un nuevo ciclo de gasto corporativo.

Más que un ciclo liderado por el consumo, la expansión continúa siendo impulsada por la inversión empresarial, especialmente en tecnología, software y equipamiento, sin señales de que ese proceso haya alcanzado su punto máximo (gráfico medio y superior).

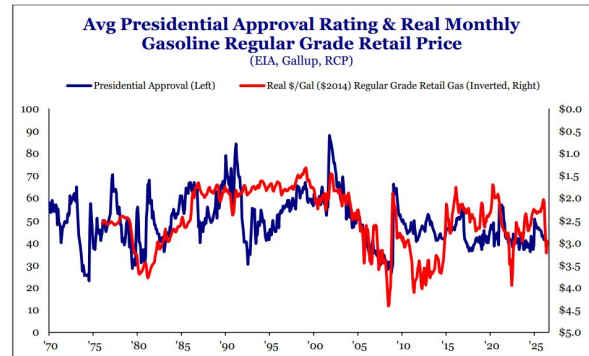
Al mismo tiempo, el consumidor estadounidense mantiene una resiliencia que pocos anticipaban a comienzos de año. Si bien el gasto de los hogares muestra una moderación respecto de comienzos de año, continúa creciendo y encuentra un importante respaldo en la política fiscal y monetaria. Las ventas minoristas medidas por Redbook aceleraron hasta crecer cerca de 10% interanual (gráfico inferior), mientras que los depósitos bancarios aumentaron aproximadamente USD 700.000 millones desde diciembre, impulsados tanto por la expansión reciente del balance de la Reserva Federal como por los reembolsos tributarios. Esta inyección de liquidez se ha traducido directamente en una mejora del gasto de los hogares, reforzando el dinamismo de la demanda interna.

Además, la solidez del mercado laboral continúa siendo un pilar fundamental de la expansión: las solicitudes semanales de subsidio por desempleo permanecen e niveles bajos y la tasa de desempleo se estabilizó en 4,3%.

Otro factor de apoyo proviene del mercado energético. La caída del petróleo WTI por debajo de USD 70 por barril y el fuerte descenso de los precios de la gasolina representan un estímulo adicional para consumidores y empresas. Los costos energéticos más bajos funcionan como una reducción impositiva de facto, especialmente para los hogares de menores ingresos.



La administración Trump parece haber contribuido deliberadamente a este proceso mediante el reciente acuerdo con Irán, que implica una relajación significativa del régimen de sanciones y un aumento potencial de la oferta global de crudo. Más allá de las controversias políticas, el objetivo parece claro: dada la relación directa entre aprobación presidencial y el precio de la gasolina (gráfico derecho), **la capitulación de Trump tiene como objetivo directo disminuir su precio antes de las elecciones de medio término y fortalecer el poder adquisitivo de los consumidores.**



En paralelo, **el mercado continúa ajustándose a una nueva etapa en la Reserva Federal bajo la conducción de Kevin Warsh.** Más allá del tono más restrictivo del último comunicado del FOMC, el cambio más relevante parece estar en la forma de implementar la política monetaria. Warsh ha puesto el foco en reducir la dependencia del sistema financiero respecto al régimen de reservas abundantes adoptado desde 2019, buscando devolver a la Fed un mayor control sobre el tamaño de su balance.

Al mismo tiempo, la evolución de la inflación continúa justificando una postura cautelosa. Si bien la caída del petróleo ha contribuido a moderar las expectativas inflacionarias, los últimos datos de IPC, PPI y PCE muestran que las presiones sobre los precios siguen siendo persistentes (gráfico superior). En este contexto, el mercado prácticamente descarta una suba de tasas en julio, pero continúa asignando una probabilidad relevante a un ajuste en septiembre, a la espera de confirmar que la baja de los costos energéticos se traslade efectivamente a la inflación subyacente.

El reciente aplanamiento de la curva de rendimientos refleja esta dinámica (gráfico inferior). Mientras las tasas de corto plazo permanecen elevadas por la expectativa de una Fed restrictiva durante más tiempo, los rendimientos de largo plazo retrocedieron ante la mejora de las perspectivas de inflación. Lejos de anticipar una recesión, la curva parece reflejar la expectativa de que la Fed logre contener las presiones inflacionarias sin descarrilar una economía que continúa sorprendiendo positivamente gracias a la fortaleza de la inversión y la recuperación gradual del consumo.

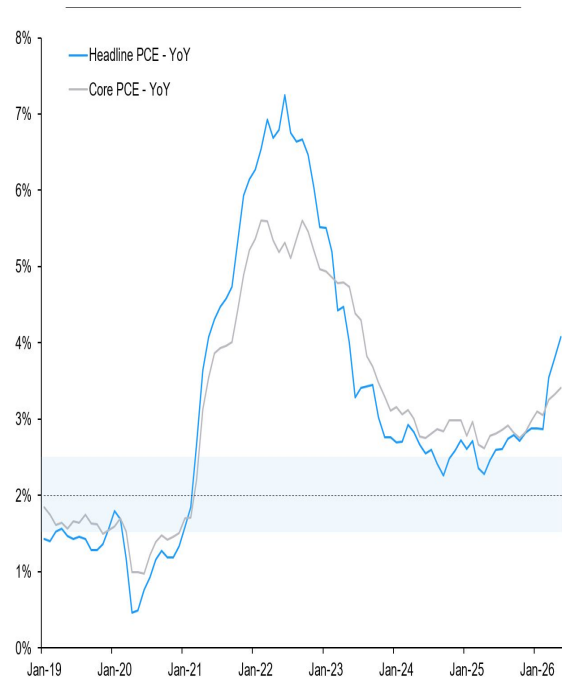
No obstante, el principal desafío inflacionario de mediano plazo no proviene de los aranceles ni de los conflictos geopolíticos, sino de la recuperación de la liquidez.

El crecimiento de los depósitos bancarios y de M2 sugiere que las presiones sobre los precios podrían reaparecer durante 2027, especialmente si un mercado laboral estructuralmente ajustado vuelve a intensificar el crecimiento de los salarios. En consecuencia, aunque la caída del petróleo ofrece una ventana de alivio en el corto plazo, el retorno sostenido de la inflación al objetivo del 2% continúa siendo un desafío para la Reserva Federal.

Implicancias para la asignación de activos

Desde una perspectiva de asset allocation, los datos recientes nos llevan a revisar parcialmente nuestro escenario macroeconómico. La economía estadounidense continúa sorprendiendo al alza, impulsada por la fortaleza de la inversión corporativa y un consumidor que muestra señales de mejora gracias al aumento de la liquidez y la caída de los precios de la energía. En este contexto, **los principales riesgos para la renta variable en el corto plazo ya no parecen provenir de una desaceleración de la actividad, sino de un mercado que comience a descontar una Reserva Federal más restrictiva durante más tiempo y/o una desaceleración en la inversión esperada en AI.** Esta posibilidad cobra especial relevancia en un contexto de elevada euforia en torno a la inteligencia artificial, evidencia de complacencia por parte de inversores y analistas y valuaciones y ganancias estimadas particularmente exigentes en algunos segmentos del mercado.

Year-over-year percent change in personal consumption expenditure prices
January 2019 - May 2026



Source: BEA; EY-Parthenon

En relación con la renta variable, mantenemos el underweight. La decisión resultó adecuada en junio. Si bien la fortaleza de la economía continúa siendo un soporte para las utilidades corporativas, creemos que el mayor riesgo se concentra en los sectores donde las expectativas ya descuentan un escenario prácticamente perfecto. En particular, **seguimos viendo mayor vulnerabilidad en el complejo tecnológico, especialmente en semiconductores**, donde una eventual recalibración de las expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria junto con episodios de inestabilidad desde Corea del Sur, podría derivar en una toma de ganancias más significativa. **Seguimos considerando que este riesgo es principalmente de corto plazo y podría materializarse durante los próximos dos meses, a medida que el mercado reevalúe las perspectivas para la Reserva Federal.**

No obstante, ello no implica necesariamente una corrección generalizada del mercado. Por el contrario, consideramos probable que continúe el proceso de rotación hacia sectores y regiones con valuaciones más atractivas, entre ellas **América Latina**. En este contexto, **una eventual corrección representaría una oportunidad atractiva para incrementar la exposición a activos de riesgo de cara al cierre del año**, en un escenario donde los fundamentos macroeconómicos continúan siendo favorables.

Mantenemos una posición neutral en duration. La reciente moderación de las tasas largas y el aplanamiento de la curva sugieren que el mercado comienza a descontar un escenario con menores presiones inflacionarias, al menos en el corto plazo. En consecuencia, el riesgo de observar el rendimiento del bono a 10 años acercándose nuevamente al 5% luce hoy más lejano que hace algunas semanas. Dentro de renta fija seguimos favoreciendo la deuda emergente, donde los rendimientos reales permanecen atractivos y el perfil riesgo-retorno continúa siendo favorable.

Seguimos favoreciendo los commodities como cobertura estructural frente a riesgos inflacionarios y geopolíticos. La normalización de la situación en Medio Oriente ha llevado a un fuerte ajuste en los precios de la energía, mientras el oro intenta estabilizarse tras meses de caídas, lo que parece ser un punto atractivo de compra. Reconocemos que el complejo de energía podría continuar consolidando en el corto plazo antes de retomar su tendencia de largo plazo.

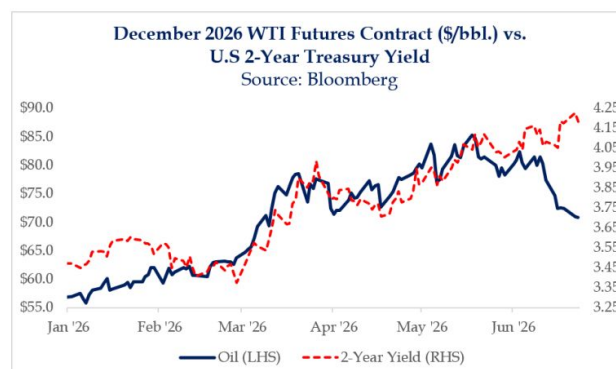
Por otra parte, tras la marcada apreciación del **dólar** durante los últimos meses, consideramos probable al menos un período de consolidación.

Las estrategias alternativas líquidas continúan ocupando un lugar relevante dentro de los portafolios, ofreciendo una fuente adicional de diversificación en un entorno donde las valuaciones de varios activos tradicionales siguen siendo exigentes.

Mercados financieros – Renta Fija

Petróleo a la baja y curva más plana: el mercado vuelve a poner el foco en la Fed

La caída del precio del petróleo y el descenso de las expectativas de inflación no estuvieron acompañados por una baja de las tasas de corto plazo (gráfico derecho). Por el contrario, los rendimientos a dos años permanecen elevados, reflejando que los inversores continúan asignando una probabilidad relevante a que la Reserva Federal mantenga una postura restrictiva durante más tiempo. Paradójicamente, esta expectativa no responde a un deterioro de la inflación, sino a una economía que continúa sorprendiendo positivamente, impulsada por la fortaleza de la inversión y un consumidor que muestra señales de aceleración.



Más allá de la política monetaria, **el principal foco de preocupación comienza a desplazarse hacia el frente fiscal**. El Tesoro estadounidense ha logrado financiar el creciente déficit concentrando sus emisiones en letras de corto plazo, evitando aumentar significativamente la oferta de bonos de largo vencimiento. Sin embargo, ese margen comienza a reducirse: la mayor demanda de T-bills impulsada por la Reserva Federal y el crecimiento de las stablecoins podría verse parcialmente absorbida por el incremento del gasto en defensa. En consecuencia, si bien el riesgo inmediato de un Treasury a 10 años acercándose al 5% se redujo tras el reciente aplanamiento de la curva, seguimos considerando que el deterioro fiscal representa el principal riesgo alcista para los rendimientos de largo plazo durante los próximos trimestres.

En paralelo, Japón continúa siendo un foco de atención. Si bien el Banco de Japón elevó las tasas a 1%, el nivel más alto en tres décadas, la normalización monetaria sigue siendo gradual frente al resto del mundo. Los mercados comienzan a exigir mayores rendimientos para financiar los desafíos fiscales del país, impulsando al alza los bonos de largo plazo.

Crédito corporativo: las valuaciones vuelven a exigir cautela

Mantenemos sin cambios nuestra recomendación de sobreponderar moderadamente el crédito corporativo con grado de inversión (IG). Si bien el conflicto en Medio Oriente provocó un aumento transitorio de los diferenciales, el mercado absorbió rápidamente el shock y la dispersión entre emisores volvió a niveles excepcionalmente bajos, reflejando un elevado grado de complacencia. En un escenario de continuidad de la expansión, especialmente si el crecimiento vuelve a acelerarse tras la resolución del conflicto con Irán, los spreads podrían incluso regresar a los mínimos del ciclo.

Deuda emergente: spreads ajustados, flujos sólidos y un ciclo que aún favorece al carry

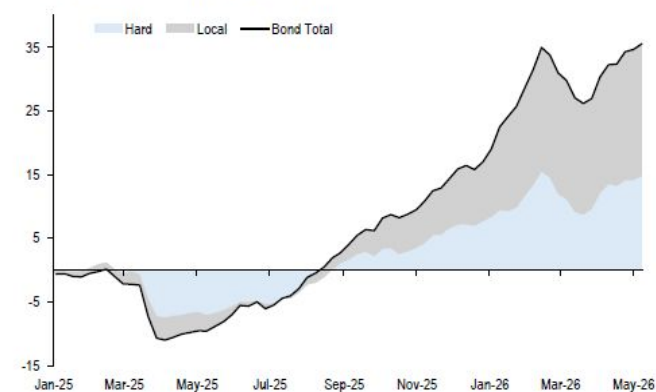
La deuda emergente continúa mostrando una notable resiliencia pese al episodio de volatilidad generado por el conflicto en Medio Oriente. Asumiendo que la actual pausa de 60 días evoluciona hacia una estabilización más permanente, el foco del mercado vuelve a concentrarse en los factores que realmente han impulsado a este activo durante los últimos años: crecimiento global, flujos de capital y condiciones financieras internacionales.

Los spreads soberanos emergentes permanecen extremadamente ajustados, pero aún pueden seguir comprimiéndose moderadamente mientras la economía global evite un escenario de desaceleración significativa. Históricamente, los mayores episodios de ampliación de spreads no estuvieron asociados a tasas de interés elevadas, sino a shocks de crecimiento. Incluso en períodos de tasas reales elevadas, la deuda emergente logró mantener un desempeño favorable siempre que el crecimiento global permaneciera resiliente.

Los fundamentos técnicos también continúan respaldando la clase de activo. Los fondos de deuda emergente en dólares han recuperado completamente los rescates observados durante la escalada geopolítica, acumulando entradas cercanas a US\$11.000 millones en lo que va del año. Más importante aún, los flujos hacia deuda en moneda local comenzaron a acelerarse durante 2026, ampliando la base de demanda más allá del segmento hard currency.

Para la deuda corporativa emergente, el contexto sigue siendo favorable. La reapertura de los mercados primarios, la normalización de los flujos y la estabilidad macroeconómica global continúan sosteniendo el acceso al financiamiento incluso para emisores de menor calificación.

USDbn; Cumulative weekly EM retail bond fund flows by currency exposure as of Trump 2.0 inauguration (January 20, 2025)



Note: * Weekly retail flows only. Blended bond fund flows are equally split between hard and local currency.
Source: J.P. Morgan, EPFR Global

Brasil continúa ofreciendo una de las combinaciones más atractivas de carry y solidez institucional dentro del universo emergente. El país mantiene una posición externa robusta, bajos niveles de deuda pública denominada en moneda extranjera y un banco central con una sólida reputación de independencia y disciplina monetaria. Si bien el calendario electoral comenzará a ganar protagonismo durante los próximos meses y podría generar episodios temporales de volatilidad tanto en la deuda local como en el real brasileño, el mercado continúa confiando en la solidez de los fundamentos macroeconómicos e institucionales. De hecho, los spreads soberanos siguen operando en niveles consistentes con emisores de calificación BB, reflejando la capacidad del país para atravesar el proceso electoral sin mayores sobresaltos.

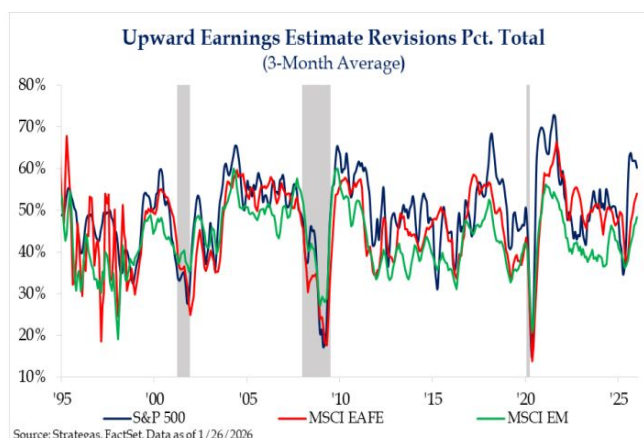
Desde una perspectiva histórica, este contexto invita a la cautela. Los años de elecciones legislativas combinan, en promedio, el mayor crecimiento económico con el peor desempeño relativo de la renta variable. Son años caracterizados por mayor volatilidad y rendimientos más erráticos, donde el premio 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.



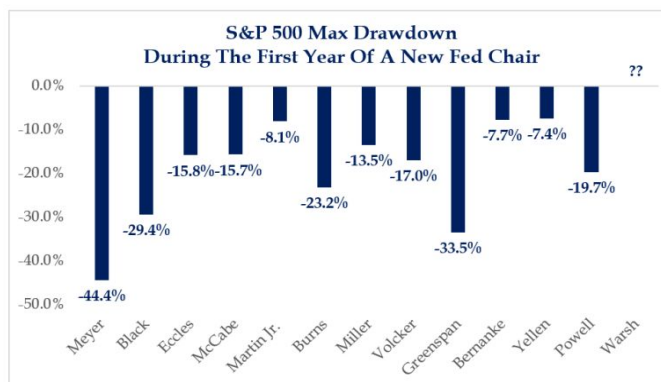
En síntesis, aunque la mayor amplitud sectorial y geográfica sigue siendo una señal constructiva, **los riesgos están aumentando.** El ciclo político estadounidense, las primeras señales defensivas, la sensibilidad creciente a los rendimientos y, sobre todo, la falta de liderazgo del sector tecnológico 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.

Renta Variable

Acciones globales: el mercado se amplía, pero aumenta el riesgo de una corrección táctica

Las acciones globales continúan respaldadas por un entorno macroeconómico favorable. La caída del precio del petróleo, la resiliencia de la economía estadounidense, el crecimiento de las utilidades corporativas y la continuidad del ciclo de inversión en inteligencia artificial siguen proporcionando un sólido soporte fundamental para los mercados.

Sin embargo, el equilibrio riesgo-retorno comienza a deteriorarse en el corto plazo. Tras el fuerte avance registrado desde abril, el posicionamiento de los inversores se ha vuelto considerablemente más optimista mientras el apalancamiento continúa aumentando. A ello se suma un factor históricamente relevante: el primer año de un nuevo presidente de la Reserva Federal suele estar acompañado por una corrección de las acciones estadounidenses (gráfico derecho), mientras los mercados se adaptan al nuevo marco de política monetaria.



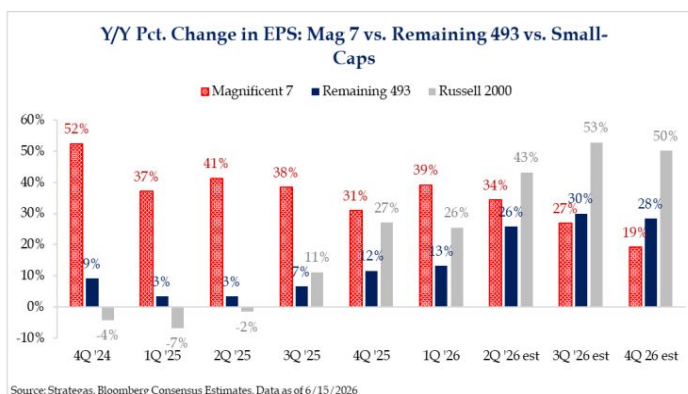
La estacionalidad tampoco juega a favor. Históricamente, el segundo año del ciclo presidencial estadounidense suele presentar un deterioro del desempeño bursátil entre mayo y octubre, especialmente cuando coincide con una Fed que mantiene una postura restrictiva y con elevados niveles de optimismo entre los inversores. Esperamos una corrección táctica durante los próximos meses antes de que la tendencia alcista pueda reanudarse.

Estados Unidos: el liderazgo comienza a ampliarse.

Paradójicamente, la corrección observada recientemente en los grandes nombres tecnológicos ha estado acompañada por una mejora en la amplitud del mercado. Mientras el Nasdaq sufrió una toma de ganancias, el porcentaje de compañías del S&P 500 negociando por encima de su promedio móvil de 200 días continuó aumentando, al igual que la fortaleza relativa de sectores como consumo discrecional, salud y bancos regionales.

Esta rotación constituye una señal saludable. El liderazgo comienza lentamente a desplazarse desde las megacap hacia segmentos más amplios del mercado, incluyendo pequeñas compañías. Si la economía estadounidense mantiene el actual ritmo de expansión, este proceso podría transformarse en el principal motor del próximo tramo alcista.

Las pequeñas compañías aparecen particularmente bien posicionadas. Su elevada exposición al mercado doméstico las hace menos vulnerables a las tensiones geopolíticas y comerciales, mientras que una eventual moderación de las tasas de interés reduciría significativamente sus costos de financiamiento. Las perspectivas de ganancias son muy alentadoras (gráfico derecho). Además, el nuevo enfoque de política monetaria impulsado por Kevin Warsh —centrado en utilizar las tasas antes que el balance de la Fed— podría favorecer un funcionamiento más normal del ciclo económico, beneficiando precisamente a las empresas de menor tamaño.



No obstante, el extraordinario dinamismo de las ganancias corporativas también merece una lectura más prudente. El fuerte impulso de las ganancias por acción (EPS) del S&P 500 se ubica entre los más sólidos observados desde la década de 1990, un contexto que históricamente ha respaldado el optimismo bursátil.

Sin embargo, episodios como marzo de 2000, octubre de 2007 o comienzos de 2022 muestran que los períodos de mayor crecimiento de utilidades también han coincidido con las etapas finales de algunos de los mercados alcistas más importantes (gráfico derecho).

Más aún, las estimaciones de ganancias a 12 meses —que hoy utilizan la mayoría de los inversores para valorar el mercado— reflejan no solo fundamentos de las empresas sino también el nivel de optimismo del consenso. Actualmente, dichas estimaciones cotizan con una prima cercana al 90% respecto del promedio de ganancias efectivamente registradas durante la última década, el mayor diferencial desde al menos 1990. **Esto sugiere que parte del entusiasmo actual podría estar incorporando expectativas excesivamente optimistas.**

Chart 2: S&P 500 Forward 12-Month Consensus EPS
Natural Log Scale -- 1990 to 2026



Mercados emergentes: un universo cada vez menos homogéneo.

La creciente fragmentación de la economía global obliga a abandonar la visión tradicional sobre los mercados emergentes como una única clase de activo. La desglobalización, la relocalización de cadenas productivas, la competencia tecnológica y las nuevas prioridades energéticas están generando ganadores y perdedores muy diferenciados.

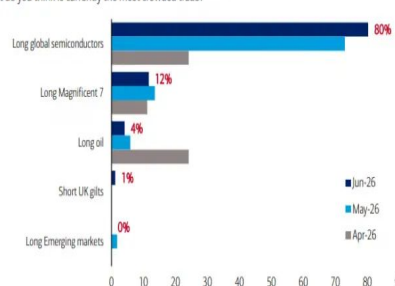
Corea: el primer síntoma de una burbuja dentro de la inteligencia artificial. Si existe hoy un mercado que concentra los mayores excesos especulativos, ese es Corea del Sur. El extraordinario rally de Samsung y, especialmente, SK Hynix convirtió al mercado coreano en el principal vehículo para apostar por la demanda de memorias utilizadas en inteligencia artificial. Sin embargo, el rápido incremento del apalancamiento de los inversores minoristas, la proliferación de ETFs apalancados sobre acciones individuales y una concentración sin precedentes terminaron creando un entorno extremadamente vulnerable.

El martes 23 de junio el Kospi cayó 10%, activando el circuit breaker por primera vez desde 2020, junto con desplomes superiores al 12% en Samsung y SK Hynix. El detonante fue relativamente menor —información indicando una desaceleración en la expansión de capacidad de memorias HBM y un posible giro hacia memorias DRAM tradicionales—, pero bastó para desencadenar ventas forzadas en un mercado extraordinariamente apalancado.

Más preocupante aún es que los reguladores coreanos ya comenzaron a expresar públicamente su intención de restringir los préstamos con margen y revisar la proliferación de ETFs apalancados sobre acciones individuales. Históricamente, cuando las autoridades comienzan a intervenir para contener la especulación, suele ser una señal de que el ciclo alcista se encuentra en una etapa madura.

La cadena global de IA enfrenta su primera prueba. Lo ocurrido en Corea trasciende ampliamente al mercado local. Actualmente, el posicionamiento global en semiconductores se encuentra en máximos históricos, mientras que las encuestas de gestores muestran que la posición larga en el sector constituye el trade más congestionado registrada hasta la fecha (gráfico derecho). Al mismo tiempo, comienzan a surgir señales de que numerosas compañías están intentando contener el costo de implementar inteligencia artificial a gran escala.

Chart 12: Long global semiconductors the most crowded trade per 80% of FMS
What do you think is currently the most crowded trade?



In June, 80% of FMS investors think "long global semiconductors" is the most crowded trade, a record high in FMS history.

In May, the most crowded trade was also "long global semiconductors" (73%).

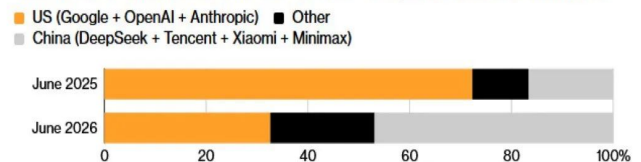
Source: BofA Global Fund Manager Survey

Empresas como Amazon, Walmart, Microsoft, Uber y Meta ya están optimizando el uso de modelos más baratos y limitando el consumo de capacidad computacional. **El riesgo no proviene de una caída de la demanda por IA, sino de una eventual desaceleración del crecimiento del gasto en infraestructura tecnológica.** Si alguno de los grandes hyperscalers decidiera reducir el ritmo de inversión en centros de datos, probablemente el mercado interpretaría esa decisión como una mejora en la disciplina de capital, premiando inicialmente a esas compañías, pero posiblemente generando una corrección en toda la cadena global de semiconductores.

China: un potencial ganador en este contexto. Los últimos datos del mercado de inteligencia artificial muestran un cambio estructural que podría convertirse en un importante catalizador para las acciones chinas. El fuerte crecimiento del consumo de modelos de AI continúa respaldando la demanda de infraestructura y memorias, pero, al mismo tiempo, China comienza a ganar participación en la capa de software y modelos gracias al rápido avance de plataformas como DeepSeek, Qwen, Hunyuan y Minimax.

Users Shift to Open-Weight Chinese Models Like DeepSeek

The share of tokens used for US models on OpenRouter has collapsed



Note: Second week in June
Source: OpenRouter, Exponential View

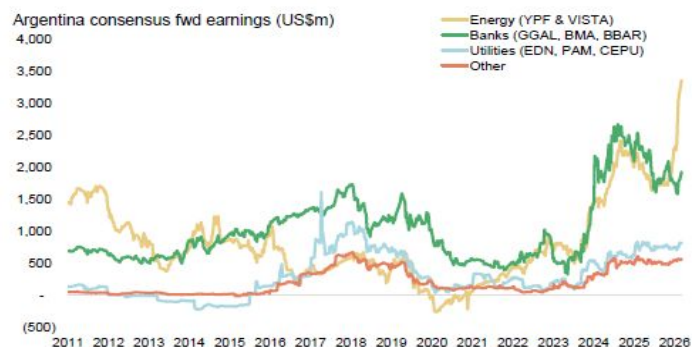
Este cambio sugiere que China está dejando de ser únicamente un consumidor de inteligencia artificial para convertirse en un desarrollador y exportador competitivo de modelos, una narrativa que el mercado todavía no refleja plenamente. **En este contexto, las grandes tecnológicas chinas continúan cotizando con un importante descuento frente a sus pares estadounidenses, mientras el posicionamiento internacional sigue siendo bajo.** Si el mercado comienza a reconocer este cambio de liderazgo, compañías como Alibaba, Tencent y Baidu podrían beneficiarse de una expansión de múltiplos, convirtiendo al **FXI** en una alternativa atractiva para incrementar exposición en esta etapa del ciclo.

Latinoamérica: el beneficiario del nuevo ciclo. Brasil y Argentina siguen ofreciendo un atractivo binomio entre valuaciones y exposición al ciclo de inversión global, favorecidos por la recuperación del gasto en infraestructura, la transición energética y la creciente demanda de recursos naturales. México, por su parte, continúa capitalizando el proceso de nearshoring, consolidándose como una pieza clave dentro de las nuevas cadenas manufactureras de Norteamérica.

Argentina: energía, MSCI y el próximo capítulo del rally bursátil. Las acciones argentinas vuelven a captar la atención de los inversores globales, impulsadas por una combinación poco frecuente de catalizadores macroeconómicos, mejora en los fundamentos corporativos y la posibilidad de una futura reclasificación de Argentina al índice MSCI Emerging Markets. Una inclusión en MSCI EM hacia comienzos de 2028 podría generar flujos cercanos a US\$4.500 millones hacia las acciones locales.

Sin embargo, la tesis de inversión argentina no depende exclusivamente de MSCI. El mercado aún opera con múltiplos inferiores a los observados históricamente y con descuentos relevantes frente a otros mercados emergentes, a pesar de una mejora sustancial en el contexto macroeconómico. La desaceleración de la inflación, la eliminación gradual de distorsiones cambiarias, la recuperación de la actividad y la mejora de la credibilidad de la política económica constituyen factores que podrían justificar un rating adicional de las acciones locales. En paralelo, la compresión del riesgo país —que cayó desde aproximadamente 560 hasta 430 puntos básicos en lo que va del año— y la mejora gradual en la calificación crediticia del país fortalecen la narrativa de normalización financiera y aumentan la probabilidad de una reapertura del acceso al mercado internacional de capitales.

El principal motor de la bolsa argentina continúa siendo el sector energético, que explicó cerca del 87% de las revisiones positivas de ganancias para 2026, consolidando el liderazgo de compañías vinculadas a petróleo y gas. El desarrollo de Vaca Muerta, la expansión de infraestructura y los mayores precios internacionales del crudo han fortalecido las perspectivas de generación de caja y crecimiento de inversión. Como resultado, compañías como YPF, Vista Energy, Pampa Energía y TGS continúan concentrando una parte significativa del atractivo del mercado.



Source: Bloomberg and Morgan Stanley Research

No obstante, **comenzamos a observar señales alentadoras de que el próximo tramo del rally podría extenderse hacia el sector financiero.** Se aprecia un panorama más constructivo para los márgenes de intermediación, favorecidos por una fuerte reducción en el costo de fondeo, que podría llevar a una recuperación del retorno sobre el patrimonio (ROE). Si bien el crecimiento del crédito todavía permanece moderado y la calidad de cartera continúa mostrando cierto deterioro, estos factores parecen transitorios dentro del proceso de normalización macroeconómica.

| Divisas

Dólar: el mercado podría estar exagerando el giro hawkish de la Fed

El dólar recuperó terreno en los últimos meses, impulsado por una combinación de expectativas de una Reserva Federal más restrictiva y un tono considerablemente más moderado por parte del Banco Central Europeo. Si bien el BCE elevó las tasas por primera vez desde 2023, tanto Christine Lagarde como Philip Lane minimizaron la necesidad de continuar endureciendo agresivamente la política monetaria, a pesar de reconocer que los precios de la energía mantendrán la inflación por encima del objetivo durante buena parte de 2027. Como resultado, el euro retrocedió hasta mínimos desde agosto, mientras que el mercado de opciones comenzó a posicionarse mayoritariamente a favor de una apreciación adicional del dólar.

Al mismo tiempo, la llegada de Kevin Warsh a la presidencia de la Reserva Federal llevó a los inversores a incorporar un escenario considerablemente más restrictivo para la política monetaria.

Sin embargo, **creemos que esta reacción podría estar siendo excesiva.** Las expectativas de inflación de mediano plazo ya retrocedieron hasta niveles inferiores a los observados antes del conflicto con Irán, lo que reduce la urgencia de nuevas subas de tasas. En este contexto, el mercado podría estar sobredimensionando el cambio de liderazgo en la Fed y subestimando la posibilidad de que la autoridad monetaria mantenga una postura de espera durante los próximos meses.

Además, **buena parte del fortalecimiento reciente del dólar parece responder más a un ajuste táctico de posicionamiento que a un cambio estructural de tendencia.**

En conjunto, seguimos considerando que el escenario de un dólar estructuralmente más fuerte resulta prematuro. La economía estadounidense continúa mostrando resiliencia, pero el alivio reciente sobre la inflación energética y unas expectativas de mercado que parecen haber girado demasiado rápido hacia un escenario más restrictivo sugieren que la fortaleza del dólar probablemente sea transitoria más que el inicio de un nuevo ciclo alcista sostenido.

| Commodities

El petróleo consolida a medida que disminuyen las tensiones en Medio Oriente

Tras el reciente acuerdo entre Estados Unidos e Irán y la rápida caída del precio del petróleo, los mercados parecen haber concluido que el riesgo energético global ha desaparecido. No obstante, esta visión podría estar ignorando varios factores estructurales que continúan apuntando hacia un mercado significativamente más ajustado en los próximos años.

En primer lugar, **la inversión global en exploración y producción permanece muy por debajo de los niveles observados en ciclos anteriores.** Tras una década de disciplina financiera, las grandes petroleras han priorizado retornos al accionista por encima de la expansión agresiva de capacidad. Al mismo tiempo, el crecimiento del shale estadounidense muestra señales de maduración, reduciendo la principal fuente de oferta incremental que sostuvo al mercado durante la última década.

Por el lado de la **demand**, el consumo global continúa sorprendiendo al alza, impulsado por Asia emergente y por una economía mundial que ha demostrado una resiliencia mucho mayor a la esperada. En consecuencia, el actual desplome del petróleo podría terminar siendo menos el inicio de un mercado bajista prolongado y más una oportunidad antes de la próxima fase alcista.

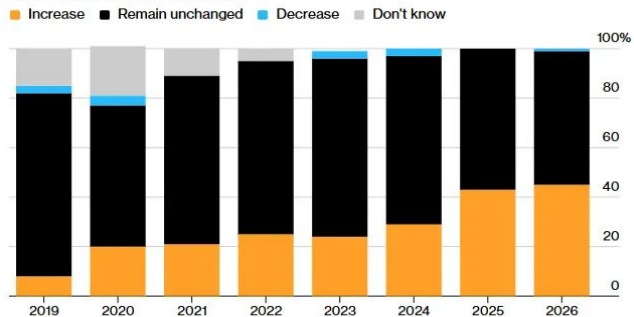
¿Está el oro cerca de un piso estratégico?

La corrección que ha experimentado el oro desde los máximos de enero parece estar entrando en su fase final. Aunque el endurecimiento del discurso de la Reserva Federal ha impulsado al alza las tasas reales y generado presión sobre los flujos hacia ETF respaldados por oro, varios indicadores sugieren que el mercado podría estar acercándose a un punto de inflexión relevante.

El sentimiento y el posicionamiento de los inversores han sufrido un deterioro significativo. La capitulación observada en mineras y en diversos indicadores de posicionamiento suele ser una característica típica de las etapas finales de una corrección, más que del inicio de un mercado bajista sostenido.

Los fundamentos tampoco se han deteriorado. Por el contrario, la demanda estructural de bancos centrales continúa fortaleciéndose. Según la última encuesta del World Gold Council (gráfico derecho), un récord de 45% de los bancos centrales planea incrementar sus reservas de oro durante los próximos doce meses. China ya ha acelerado sus compras en los últimos meses, mientras que numerosos países emergentes continúan diversificando reservas fuera del dólar.

How do you expect your institution's gold reserves to change over the next 12 months?



Note: 74 central banks surveyed in 2026, 17 advanced economy and 57 emerging/developing economy. "Don't know" removed as an option from 2023 onwards.
Source: YouGov, World Gold Council

Paradójicamente, la reciente desescalada en Medio Oriente podría terminar siendo un factor positivo para el oro. La caída del petróleo reduce las presiones inflacionarias y fiscales sobre países importadores de energía, disminuyendo la necesidad de ventas oficiales de oro y limitando el riesgo de nuevas medidas monetarias restrictivas.

En conjunto, la combinación de una capitulación técnica, señales tempranas de agotamiento vendedor, un sólido respaldo estructural por parte de los bancos centrales y una ventana histórica de giro sugiere que el oro podría estar construyendo un piso relevante. Si bien un eventual repunte adicional de las tasas reales podría generar volatilidad de corto plazo, dicho escenario debería interpretarse más como una oportunidad táctica que como un cambio de tendencia. Para los inversores con horizonte de largo plazo, el balance entre riesgo y retorno comienza a inclinarse nuevamente a favor de construir posiciones estratégicas.

Asset Allocation – Julio 2026

Asset Allocation global	Perspectiva global						Comentarios
	1 a 6 meses			6 a 12 meses			
	-	0	+	-	0	+	
Acciones							El repunte ha sido mayor al esperado. Sin embargo, creemos que los ingredientes para una toma de ganancias más profunda durante el tercer trimestre ya están presentes: valuaciones exigentes, complacencia elevada, tasas largas ascendiendo y un calendario cargado de potenciales catalizadores de volatilidad.
Bonos							Los rendimientos se mantienen dentro de un rango relativamente estable. El riesgo de un rebote inflacionario asociado al petróleo podría limitar la magnitud de los recortes de la Fed, manteniendo las tasas relativamente elevadas. En este contexto seguimos viendo valor en el carry.
Materias primas							El liderazgo reciente se ha desplazado hacia la energía tras el shock geopolítico en Medio Oriente. Los metales industriales, que habían registrado subas parabólicas, podrían atravesar una fase de consolidación ante el riesgo de apreciación del dólar. El oro sigue encontrando dificultades de corto plazo.
Alternativos							Los riesgos siguen altos en crédito privado tras varios años de crecimiento. Alternativos líquidos como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante mayor volatilidad macro.
Criptomonedas							Las criptomonedas están en proceso de ajuste, afectados por un cambio de régimen de liquidez. Persistencia de presión bajista hacia octubre.
Cash							La estabilidad de las tasas vuelve menos atractivo al cash.
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							El mercado ha mostrado gran resiliencia, imputado por el ciclo de inversión en inteligencia artificial. Tras el liderazgo de tecnología, esperamos comience a consolidar en breve.
Europa							El fortalecimiento del dólar, el shock de petróleo y la exposición al ciclo global vuelven a la región más vulnerable de corto plazo. Concentrase en acciones de altos dividendos.
Japón							Las mejoras en gobernanza corporativa y reformas estructurales siguen respaldando el mercado, aunque la posibilidad que el yen comience a fortalecerse la vuelve más vulnerable.
Asia							Las áreas vinculadas a semiconductores resultan muy vulnerables en la actualidad (Taiwán y Corea), mientras que China aparece como un posible ganador en este contexto.
América Latina							Brasil corrigió en las últimas semanas tras una fuerte suba, pero seguimos positivos estructuralmente dado el apoyo de materias primas y valuaciones aún atractivas, incluso considerando la incertidumbre electoral. Chile y Argentina también resultan atractivos a estos niveles.
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							El ciclo de inversión en inteligencia artificial sigue sólido pero las elevadas valoraciones y el peso y significado del sector en los índices justifican una postura equilibrada.
Comunicaciones							(en parte por el elevado Capex), mientras telecomunicaciones mantiene un perfil más defensivo. Riesgo de que la inversión en inteligencia artificial no se traduzca en mayores ganancias.
Consumo discrecional							La resiliencia del empleo y del gasto del consumidor brinda soporte al sector, aunque las presiones sobre el poder adquisitivo y los mayores costos energéticos podrían moderar el crecimiento. Las valuaciones más atractivas reducen el potencial de aceleración de caídas.
Financiero							La posible flexibilización regulatoria es positiva. Tensiones en private credit y eventos idiosincráticos (quiebras) podrían escalar. La actividad de mercados de capitales permanece sólida, pero la incertidumbre sobre la trayectoria de tasas y el potencial aplanamiento de la curva limitan una visión más constructiva.
Industriales							Favorecido por tendencias estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e inversión en infraestructura energética. Espuestos conflictos comerciales. Hoy no hay riesgos de desaceleración global. Algunos subsectores son particularmente sensibles al comercio internacional, y un menor impulso en infraestructura vinculada a inteligencia artificial.
Materiales							Soporte estructural por seguridad de recursos, pero con fuerte componente cíclico.
Energía							La volatilidad geopolítica y la fragilidad de la oferta global respaldan una visión constructiva para el sector. Incluso si las hostilidades terminan hoy, creemos que la decisión de Irán de atacar infraestructura energética en la región y años de subinversión tendrán efectos duraderos. Las compañías del sector continúan mostrando balances sólidos y altos retornos a accionistas.
Consumo básico							Mantiene su perfil defensivo tradicional y valuaciones razonables, pero sus perspectivas de crecimiento continúan siendo limitadas frente a otras alternativas del mercado.
Salud							Perfil defensivo atractivo, pero con alto riesgo regulatorio. Cambios en política pública o en el discurso desde Washington pueden impactar rápidamente en utilidades y valuaciones.
Servicios públicos							Combina características defensivas con exposición directa al crecimiento de la demanda eléctrica asociada a inteligencia artificial, centros de datos y electrificación de la economía.
Resil este							Los elevados costos de financiamiento y la competencia de los rendimientos de la renta fija continúan afectando el atractivo relativo del sector, pese a oportunidades específicas vinculadas a centros de datos y activos especializados.
Renta fija	-	0	+	-	0	+	
Duración							Los rendimientos continúan moviéndose en un rango relativamente estable de 4%-4.5%. La caída en el precio del petróleo quita presión de corto plazo.
Soberanos desarrollados							MBS sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses.
Corporativo (investment grade)							Los spreads actuales ofrecen poco valor aunque el carry debería compensar cualquier aumento repentino en los spreads.
Corporativo (high yield)							Sector que se vuelve vulnerable a un mercado de crédito maduro.
Emergente							Sigue siendo el segmento más atractivo, con Latam como el segmento más destacado.
Materias primas	-	0	+	-	0	+	
Petróleo							El shock geopolítico en Medio Oriente ha impulsado los precios. Incluso con una eventual deescaleada, la prima de riesgo podría mantenerse alta en los próximos meses.
Metales básicos							Tras la fuerte suba reciente, el sector podría consolidar en el corto plazo, especialmente si el dólar se fortalece.
Oro							Seguimos positivos estructuralmente como cobertura frente a riesgos fiscales y geopolíticos. Parece que enérgicamente se estabilizará.
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							Tras el fortalecimiento del dólar de los últimos meses, es posible que estemos cerca de algún tipo de consolidación, al menos por unos meses.
Yen							Tras la debilidad de los últimos meses, es posible que estemos alcanzando un tope relevante.
Monedas emergentes							Han mostrado cierta debilidad en el último mes, es posible que entremos en un proceso de rango.

* En relación al MSCI World

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

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4,36	-0,4%	-0,8%	-0,4%	-3,2%	-2,6%
US Aggregate Bond Index	98,98	0,3%	0,3%	0,0%	0,2%	-0,9%
US Treasury 3M	3,73	-4,7	3,2	3,9	-59,6	9,9
US Treasury 1Yr	3,82	-15,5	1,8	14,4	-18,1	34,2
US Treasury 2Yr	4,23	8,6	20,0	42,9	46,0	75,9
US Treasury 10Yr	4,55	15,3	9,2	22,7	30,4	37,8
US Treasury 30Yr	5,05	20,8	7,8	14,9	28,4	20,5
Alemania 10Yr	2,90	4,1	-9,7	-8,0	33,3	5,1
China 10Yr	1,74	0,4	4,1	-7,4	9,7	-10,0
Japon 10 Yr	2,69	2,7	1,4	38,6	130,2	63,0
Sob Bz 10Yr - USD	5,33	5,5	17,0	30,0	22,5	32,0
IG - 5 YEAR SPREAD	50,8	-0,1	0,1	-16,5	-0,6	0,8
HY - 10 YEAR SPREAD	270,0	-3,0	18,0	-61,0	-14,0	34,0
EMBI Global Spread	217,1	2,4	2,6	-44,5	-78,3	-14,3
Acciones						
MSCI World	4825,5	1,7%	-0,7%	11,7%	20,0%	8,9%
VIX	16,8	-9,8%	4,7%	-31,5%	-0,2%	12,4%
S&P500	7499,4	1,8%	-1,3%	14,1%	21,0%	9,6%
Nasdaq	26213,7	2,4%	-3,2%	20,0%	29,8%	12,8%
Russell 2000	3024,4	1,6%	4,1%	20,4%	37,6%	21,9%
Russell Value	2386,3	0,7%	2,4%	12,8%	23,6%	15,2%
Russell Growth	5003,8	3,7%	-3,4%	15,6%	18,3%	5,0%
MSCI Europa Desarrollados	69,5	2,2%	1,0%	9,4%	17,2%	8,4%
Eurostoxx	68,7	2,5%	1,4%	8,8%	15,6%	6,3%
Dax	24984,5	1,0%	-0,1%	7,2%	5,5%	2,0%
FTSE	10449,0	-0,1%	1,1%	0,8%	18,9%	5,2%
MSCI Japón	93,3	0,6%	0,4%	7,9%	25,6%	15,5%
Nikkei	70475,0	1,9%	5,6%	34,3%	77,2%	40,0%
MSCI Mercados Emergentes	1722,9	-0,4%	-2,8%	18,2%	40,2%	22,7%
MSCI China	70,4	-1,8%	-8,3%	-9,6%	-6,9%	-15,3%
Shangai (in CNY)	4112,4	0,0%	1,3%	4,2%	18,9%	3,6%
MSCI India	49,4	0,7%	2,9%	5,7%	-11,6%	-8,6%
MSCI Brasil	1776,8	1,9%	-3,0%	-10,1%	20,0%	7,9%
Ibovespa (in BRL)	172024,1	0,9%	-0,1%	-8,5%	23,3%	6,8%
MSCI Mexico	8111,8	1,9%	-2,1%	-1,1%	25,2%	9,1%
MSCI Argentina	91,3	-1,4%	-7,8%	-2,0%	9,1%	-0,1%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	101,5	-0,1%	2,3%	1,9%	4,9%	3,2%
Euro	1,14	0,1%	-2,2%	-1,9%	-3,7%	-3,2%
Pound Sterling	1,32	0,5%	-1,6%	-0,5%	-3,7%	-1,7%
Yen	162,7	-0,6%	-2,4%	-2,4%	-13,4%	-3,8%
Renminbi	6,79	0,2%	1,2%	1,2%	5,2%	2,8%
Real	5,19	0,0%	-0,7%	-0,7%	4,9%	5,5%
Peso Mexicano	17,5	0,3%	1,5%	1,5%	6,4%	2,6%
Sol	3,41	-0,1%	2,0%	2,0%	3,7%	-1,4%
CL Peso	928,2	-0,9%	-1,6%	-1,6%	0,1%	-3,1%
CO Peso	3414,8	0,5%	6,6%	6,6%	15,2%	9,5%
Bitcoin	58561,6	-1,8%	-17,9%	-14,1%	-44,7%	-33,2%
Ethereum	1569,7	0,1%	-21,6%	-26,8%	-35,0%	-47,3%
Commodities						
S&P Commodity index	4859,5	0,6%	-12,1%	-10,6%	30,1%	24,1%
Petroleo (Brent)	71,9	-2,5%	-24,3%	-28,9%	7,1%	18,1%
Petroleo (WTI)	68,8	-2,2%	-25,4%	-31,3%	5,1%	19,8%
Soja, cUS/bushel	1131,8	2,1%	-4,1%	-3,1%	10,4%	9,8%
Trigo, cUS/bushel	583,3	-0,4%	-4,2%	-2,4%	8,6%	15,0%
Maiz, cUS/bushel	420,0	3,2%	-5,4%	-7,5%	0,0%	-4,6%
Oro, \$/oz	4016,2	0,4%	-10,5%	-15,6%	20,3%	-7,0%
Plata, \$/oz	58,5	1,9%	-21,9%	-22,1%	62,3%	-18,4%
Iron Ore CNY/ton	738,0	-1,1%	-7,1%	-10,8%	2,6%	-8,6%
LME Lithium Hydroxide CIF	19050,0	-6,7%	-13,8%	-3,8%	130,9%	69,8%
Aluminium, \$/tonne	3085,5	-4,5%	-15,8%	-11,0%	18,8%	3,0%
Lead, \$/tonne	1875,0	-3,1%	-7,0%	-1,5%	-8,3%	-6,8%
Nickel, \$/tonne	16287,0	-5,2%	-14,6%	-4,8%	7,0%	-2,2%
Tin, \$/tonne	51570,0	0,8%	-6,9%	10,3%	53,0%	27,2%
Zinc, \$/tonne	3551,5	1,7%	0,3%	10,1%	29,1%	13,9%
Cobre (LME), \$/tonelada	13365,9	0,2%	-1,9%	8,8%	34,4%	7,2%

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.