

## | Visión de mercado

### Petróleo, liquidez y el riesgo subestimado de una inflación persistente

- **La economía estadounidense continúa mostrando una resiliencia notable**, impulsada por el boom de inversión en inteligencia artificial, un mercado laboral sólido y utilidades corporativas robustas. El empleo volvió a sorprender al alza en mayo, reforzando la idea de que la actividad sigue creciendo por encima de lo esperado.
- **El principal riesgo macro ya no parece ser una desaceleración económica, sino una inflación más persistente**. La reaceleración de la oferta monetaria, junto con una economía que mantiene dinamismo, podría dificultar el retorno de la inflación al objetivo de la Fed.
- **El petróleo sigue siendo el riesgo de corto plazo más importante**. La caída de inventarios energéticos globales sugiere que el mercado podría estar subestimando la fragilidad de la oferta y el potencial de nuevas subas de precios si persisten las tensiones en Medio Oriente
- **La Reserva Federal tendría pocos incentivos para recortar tasas en el corto plazo**. El empleo sigue fuerte, la inflación sorprendió nuevamente al alza y el mercado ya comienza a contemplar un escenario de tasas altas durante más tiempo.
- **En términos de asset allocation, mantenemos una visión underweight en renta variable**. Aunque el ciclo de AI continúa respaldando ganancias y crecimiento, las valuaciones elevadas, la complacencia y el repunte de las tasas largas aumentan el riesgo de una corrección durante el tercer trimestre.
- **En este sentido también es importante la necesidad del mercado de absorber tres mega IPOs y emisiones de bonos de empresas tecnológicas** en la medida que el enorme capex de AI que se venía financiando con la generación de caja de las empresas ahora va a tener que ser parcialmente financiado por el mercado.
- **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.
- **Seguimos constructivos en crédito investment grade**, pero con valuaciones cada vez más exigentes y menor margen adicional de suba.
- **Emergentes sigue ofreciendo valor, pero somos más selectivos**. Los rendimientos continúan siendo atractivos y los fundamentos son razonablemente sólidos, aunque el entorno exige mayor selectividad ante riesgos energéticos, fiscales y políticos.
- **El dólar continúa lateralizando, aunque el riesgo es que comience a apreciarse nuevamente**. Hacia delante, un deterioro del escenario geopolítico y un escenario de risk-off podría volver a favorecer al dólar, compensando parcialmente las presiones bajistas estructurales.
- **Seguimos positivos en commodities**. Mantenemos preferencia por energía, gas natural, fertilizantes, uranio y metales preciosos. El oro sigue respaldado por compras de bancos centrales, aunque el dólar fuerte y las tasas reales elevadas limitan su desempeño de corto plazo. El cobre continúa siendo la principal excepción por la desaceleración de China y una oferta más abundante de lo esperado aunque en el largo plazo tenga una tendencia positiva por un fuerte déficit estructural.

## Situación macro

### La economía sigue resistiendo gracias al boom de inversión en IA

En apenas unos meses, el mercado pasó de descontar múltiples recortes de tasas a contemplar incluso la posibilidad de una nueva suba por parte de la Reserva Federal, mientras el rendimiento del Treasury a 10 años volvió a acercarse a niveles históricamente exigentes. El consenso tiende a atribuir este giro al alza del petróleo y a las disrupciones logísticas derivadas del conflicto en Medio Oriente. Si bien ambos factores son relevantes, podrían no explicar por completo la dinámica inflacionaria que comienza a observarse.

**La actividad económica estadounidense continúa mostrando una fortaleza considerable.** El consumo sigue expandiéndose, el mercado laboral permanece suficientemente sólido para sostener el gasto de los hogares y las utilidades corporativas mantienen una dinámica saludable. Más importante aún, el ciclo de inversión asociado a inteligencia artificial continúa acelerándose.

Las grandes compañías tecnológicas (los hyperscalers, las utilities, los fabricantes de equipamiento eléctrico y buena parte de la cadena industrial vinculada a infraestructura digital) siguen ejecutando planes de inversión de enorme magnitud. Este boom de capex se ha convertido en la principal ancla del ciclo económico estadounidense y explica por qué la economía continúa creciendo a un ritmo superior al esperado.

**La publicación del empleo de mayo volvió a confirmar esta resiliencia.** La economía creó 172.000 puestos de trabajo, muy por encima de los 88.000 esperados por el consenso y también por encima de las estimaciones más optimistas del mercado. Además, las nóminas de marzo y abril fueron revisadas al alza. La tasa de desempleo se mantuvo en 4,3%, mientras que los salarios por hora crecieron 3,4% interanual, una dinámica consistente con una economía que continúa expandiéndose y que todavía no muestra señales claras de deterioro laboral.

**El consumidor comienza a perder impulso.** Sin embargo, la fortaleza de la actividad no elimina todos los riesgos. Algunos indicadores comienzan a sugerir que el consumidor podría estar acercándose a una fase de desaceleración.

Los **ingresos reales** muestran una tendencia de estancamiento, mientras que el gasto ha continuado creciendo por encima de los ingresos durante varios trimestres. Al mismo tiempo, varios de los amortiguadores que sostuvieron el consumo durante el último año —como los reembolsos fiscales, el nivel de ahorro y ciertos estímulos fiscales indirectos— comienzan a agotarse.

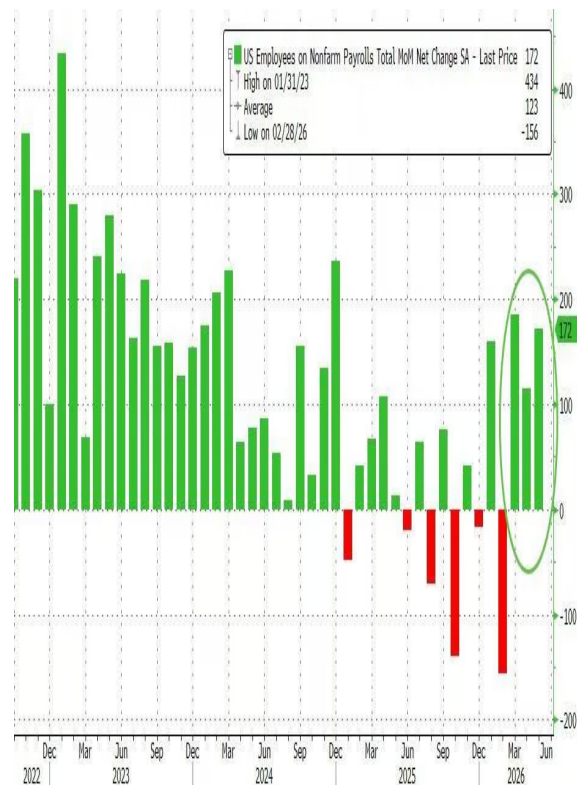
Esto no implica necesariamente una recesión. De hecho, nuestro escenario base continúa siendo una desaceleración de mitad de ciclo durante 2026.

Las tres variables que históricamente permiten evitar una contracción profunda siguen mostrando fortaleza:

las ganancias corporativas, la inversión empresarial y el mercado laboral. Mientras estos pilares permanezcan relativamente sólidos, una moderación del consumo debería traducirse en menor crecimiento y no en una caída abrupta de la actividad.

**La cuestión de fondo es que la oferta monetaria estadounidense vuelve a expandirse.**

Históricamente, el crecimiento de la oferta monetaria ha liderado la inflación de bienes con aproximadamente trece meses de anticipación. Los depósitos bancarios, particularmente en las grandes entidades financieras, han comenzado a acelerarse nuevamente como consecuencia de la expansión del balance de la Reserva Federal y de las inyecciones de liquidez realizadas para estabilizar los mercados monetarios.



**El mecanismo es relativamente simple.** Cuando la Fed compra activos financieros, crea reservas bancarias que terminan incrementando los depósitos del sistema. Aunque este proceso no se traduce inmediatamente en nuevos préstamos, sí aumenta la cantidad de dinero disponible en la economía. Con rezago, esa liquidez adicional suele manifestarse en una mayor demanda nominal y, eventualmente, en mayores presiones inflacionarias.

La recuperación reciente de los depósitos bancarios constituye una señal particularmente relevante porque históricamente ha anticipado una reaceleración del crecimiento monetario. Desde esta perspectiva, incluso si las tensiones geopolíticas disminuyeran y el petróleo retrocediera parcialmente, la inflación podría permanecer por encima de 3%, lejos del ¿objetivo? de 2% de la Fed durante los próximos doce meses.

**El petróleo sigue siendo el principal riesgo macro.** Si la liquidez explica la persistencia inflacionaria, la energía continúa siendo el principal catalizador de corto plazo.

Durante los últimos meses, el mercado ha asumido que un eventual acuerdo entre Estados Unidos e Irán permitiría normalizar los flujos energéticos a través del Estrecho de Ormuz y aliviar las presiones sobre los precios del crudo. **Sin embargo, esta lectura podría estar subestimando un problema cada vez más evidente: la rápida caída de los inventarios globales.**

**El petróleo sigue siendo el principal riesgo macro.** Si la liquidez explica la persistencia inflacionaria, la energía continúa siendo el principal catalizador de corto plazo.

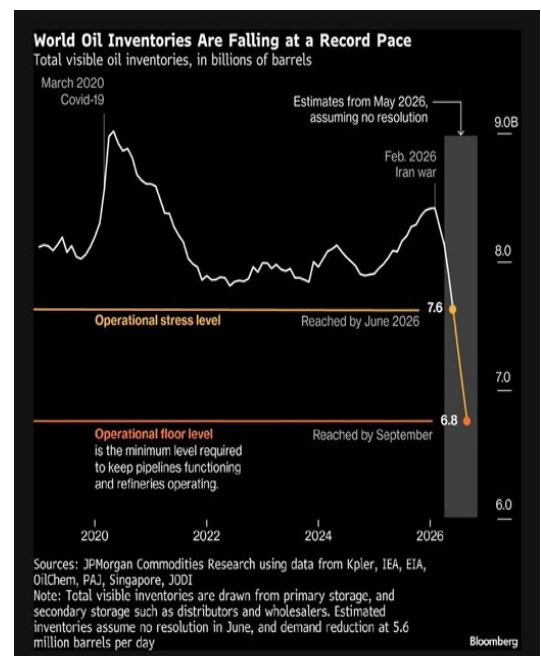
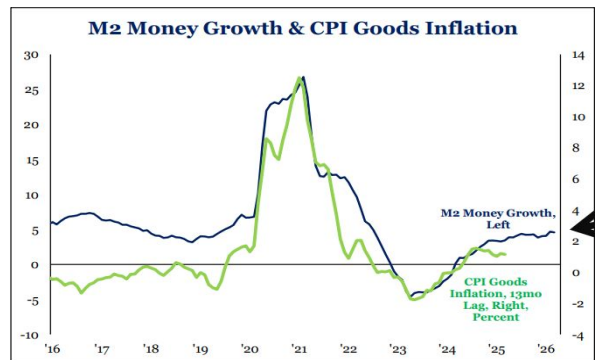
Durante los últimos meses, el mercado ha asumido que un eventual acuerdo entre Estados Unidos e Irán permitiría normalizar los flujos energéticos a través del Estrecho de Ormuz y aliviar las presiones sobre los precios del crudo. **Sin embargo, esta lectura podría estar subestimando un problema cada vez más evidente: la rápida caída de los inventarios globales.**

La interrupción parcial de los flujos provenientes de Medio Oriente ha sido compensada mediante una acelerada reducción de reservas comerciales y estratégicas. Los inventarios de gasolina, diésel y combustible para aviación han disminuido de manera significativa, mientras que numerosos participantes de la industria energética advierten que algunas regiones se están acercando a niveles operativamente mínimos.

Lo notable es que el petróleo no ha subido más precisamente porque los inventarios han actuado como amortiguador. Pero ese colchón comienza a agotarse.

**El mercado podría estar subestimando el riesgo de escasez.** La caída reciente del precio del petróleo ha sido interpretada como una señal de que un acuerdo geopolítico se encuentra próximo. Sin embargo, existe otra posibilidad: que los mercados estén descontando una normalización demasiado optimista.

Las negociaciones con Irán continúan siendo complejas y los enfrentamientos en torno al Estrecho de Ormuz persisten. Si los inventarios continúan cayendo en las próximas semanas y los flujos energéticos no regresan rápidamente a niveles normales, el mercado podría enfrentarse a una situación donde una interrupción menor desencadene un ajuste significativo de precios.



**En otras palabras, el riesgo no es únicamente la disponibilidad actual de petróleo, sino la pérdida progresiva de capacidad del sistema para absorber nuevos shocks de oferta.**

**La Fed podría permanecer en pausa durante más tiempo.** Las recientes sorpresas alcistas en IPC, PPI, y precios de importación sugieren que el proceso de desinflación podría estar perdiendo impulso. La combinación de crecimiento del empleo, revisiones alcistas de meses anteriores y estabilidad salarial dificulta significativamente cualquier argumento a favor de una flexibilización monetaria en el corto plazo.

**El riesgo no es una recesión, sino una inflación más persistente.** La macroeconomía global continúa enviando señales mixtas. Por un lado, la inversión en inteligencia artificial, las ganancias corporativas y un mercado laboral todavía saludable mantienen vivo el ciclo expansivo. Por otro, la reaceleración monetaria, las presiones inflacionarias subyacentes y la fragilidad creciente de los inventarios energéticos sugieren que el proceso de desinflación podría resultar mucho más lento de lo que hoy descuenta el consenso.

### **Implicancias para la asignación de activos**

Desde una perspectiva de asset allocation, seguimos observando un escenario de desaceleración de mitad de ciclo y no de recesión. Sin embargo, el balance de riesgos continúa desplazándose hacia una combinación menos favorable para los activos financieros: crecimiento moderado, inflación persistentemente elevada y tasas de interés más altas durante más tiempo.

**En relación a renta variable, mantenemos el underweight.** La decisión no fue acerada durante el último mes, ya que el mercado continuó avanzando impulsado por el ciclo de inversión en inteligencia artificial. 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. Mantenemos por tanto una visión underweight para horizontes de 3, 6 y 12 meses. Seguimos viendo una mayor probabilidad de corrección durante los próximos meses, lo que podría generar oportunidades más atractivas para incrementar exposición de cara a finales de año.

**Mantenemos una posición neutral en duration, aunque con la intención de aumentarla si los rendimientos continúan subiendo.** La solidez del mercado laboral y la persistencia inflacionaria reducen la probabilidad de recortes en el corto plazo, pero niveles cercanos a 5% en el Treasury a 10 años comenzarían a ofrecer un perfil riesgo-retorno atractivo.

**Seguimos favoreciendo commodities como cobertura frente a inflación y shocks de oferta.** Aunque una eventual normalización geopolítica podría aliviar temporalmente los precios de la energía, consideramos que el mercado continúa subestimando la fragilidad de los balances energéticos globales.

**Las estrategias alternativas líquidas siguen siendo una opción atractiva** dado el nivel actual de tasas y las valuaciones exigentes de los activos de riesgo, permitiendo lograr una diversificación genuina en los portafolios.

## **| Mercados financieros – Renta Fija**

### **Tasas largas en alza: el regreso del riesgo fiscal**

El mercado global de bonos comienza a reflejar crecientes temores de un nuevo shock inflacionario asociado al conflicto en Medio Oriente. La lectura histórica es relevante: los shocks energéticos suelen trasladarse gradualmente a la inflación subyacente, generando nuevas subas de tasas durante los trimestres siguientes. En otras palabras, el mercado probablemente todavía no incorporó completamente el impacto inflacionario del conflicto actual.

Japón se transformó en uno de los focos más sensibles de este proceso. El rendimiento del JGB a 10 años ya se ubica cerca de 2,80%, máximos desde 1997. Distintos indicadores —desde inflación core en Tokio hasta crecimiento salarial y expansión nominal del PIB— sugieren que las presiones inflacionarias se volvieron mucho más persistentes.

El problema de fondo es fiscal. Japón mantiene una deuda pública cercana al 237% del PIB, justo cuando el gobierno acelera estímulos fiscales, incrementa gasto en defensa y enfrenta mayores costos de financiamiento. Con inflación pegajosa y tasas en ascenso, los inversores comienzan a exigir primas crecientes para financiar un perfil fiscal cada vez más vulnerable.

**Las implicancias trascienden Japón y comienzan a impactar directamente sobre Estados Unidos.** La fuerte caída en las tenencias extranjeras de Treasuries durante marzo representa una señal cada vez más relevante para el mercado de tasas. Las posiciones globales en deuda estadounidense cayeron USD 139 mil millones, la mayor baja mensual desde 2022, lideradas por ventas agresivas de Japón y China. Tokio redujo exposición para defender al yen frente al shock energético, mientras Beijing continúa profundizando un proceso estructural de diversificación fuera del dólar.

El problema no es únicamente la magnitud de las ventas, sino el contexto macro en el que ocurren. Estados Unidos enfrenta déficits fiscales crecientes, inflación más persistente y una necesidad récord de emisión de deuda. Si la demanda externa pierde profundidad mientras la oferta de Treasuries continúa expandiéndose, el ajuste natural ocurre vía mayores rendimientos reales. **La combinación de precios de la energía elevados, un mercado laboral que sigue mostrando resiliencia y expectativas de inflación más persistente sugiere que el recorrido alcista de las tasas largas podría no haber terminado. Salvo que aparezca una desaceleración económica significativa, el balance de riesgos continúa favoreciendo rendimientos más altos a nivel global.**

En este contexto, el reciente repunte de las tasas no parece responder únicamente a factores coyunturales, sino también al surgimiento de un régimen más estructural de inflación, mayores necesidades de financiamiento público y una menor disposición global a absorber deuda soberana a los rendimientos actuales.

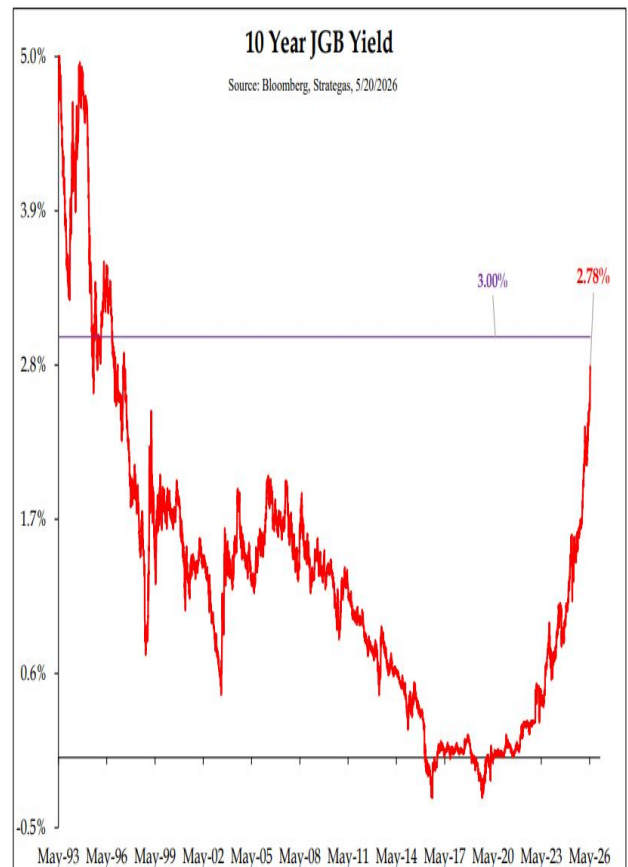
En este marco, **nos mantenemos neutrales en duration**, pero monitoreando de cerca el nivel del 5%, que podría llevarnos a incrementar nuevamente.

## Crédito global:

### Constructivos en IG y emergentes (aunque más selectivos)

**Seguimos constructivos en crédito investment grade estadounidense.** A pesar del deterioro macro y la volatilidad de tasas, los flujos técnicos permanecen extremadamente sólidos gracias a rendimientos nominales atractivos y una oferta que probablemente desacelere durante el segundo semestre. Buena parte del fuerte aumento de emisión en 2026 estuvo concentrada en tres segmentos específicos: hyperscalers vinculados a inteligencia artificial, bancos y financiamiento de fusiones y adquisiciones. Fuera de esos sectores, la emisión luce prácticamente estable frente al año pasado. En consecuencia, la combinación de menor oferta marginal y demanda estructural por carry debería continuar favoreciendo compresión adicional de spreads.

**Emergentes: fundamentos más sólidos, pero con mayor dispersión.** El escenario para deuda emergente continúa siendo relativamente favorable en términos estructurales. La credibilidad de política monetaria mejoró significativamente en los últimos años y los balances externos lucen mucho más resilientes que en ciclos previos. Además, las mejoras crediticias soberanas continúan predominando, especialmente en emisores high yield.



Sin embargo, el shock energético asociado a Medio Oriente introduce una diferenciación creciente entre importadores y exportadores de petróleo. El mercado ya no se encuentra en una fase dominada por beta, sino por selección de emisores y dispersión. Con spreads corporativos emergentes cerca de mínimos históricos, el potencial de compresión adicional luce limitado.

El panorama para **América Latina** se vuelve más desafiante hacia el segundo semestre. La combinación de petróleo elevado, persistencia inflacionaria y creciente incertidumbre política comienza a deteriorar el equilibrio macro-financiero regional. Brasil merece una lectura separada. Allí, el mercado comienza gradualmente a incorporar riesgos electorales y preocupaciones fiscales de mediano plazo. Históricamente, los activos brasileños suelen incorporar el escenario político antes de las elecciones, por lo que las próximas encuestas podrían transformarse rápidamente en un driver relevante para BRL, tasas locales y spreads soberanos.

En síntesis, el carry continúa sosteniendo al crédito global y emergente, pero el margen para errores de política, inflación persistente o shocks energéticos es claramente menor que hace apenas algunos meses. El escenario sigue siendo constructivo, aunque mucho más dependiente de selectividad, disciplina de riesgo y diferenciación entre emisores y países.

## | Renta Variable

### El riesgo de corto plazo aumenta, aunque el ciclo estructural sigue intacto

**Mantenemos el underweight en renta variable.** La decisión no fue acerada durante el último mes, ya que el mercado continuó avanzando impulsado por el ciclo de inversión en inteligencia artificial. Los excesos actuales pueden continuar profundizándose antes de corregir, especialmente en un contexto donde las ganancias corporativas permanecen sólidas y continúan validando gran parte del optimismo. Las utilidades del S&P 500 crecieron cerca de 29% interanual en el primer trimestre, los márgenes están en máximos históricos mientras que el boom de gasto de capital asociado a inteligencia artificial probablemente continúe, dado que las megacaps enfrentan más riesgo estratégico quedándose atrás que sobreinvertiendo.



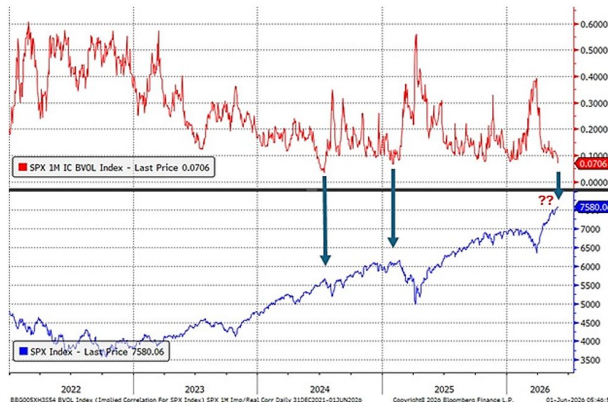
Sin embargo, empiezan a aparecer restricciones financieras relevantes. Se estima que compañías como Microsoft, Amazon, Alphabet y Meta podrían llegar a 2026 con niveles de flujo de caja libre mucho más ajustados tras el agresivo aumento del gasto en infraestructura de inteligencia artificial. Eso podría forzar una mayor dependencia de los mercados de deuda para sostener el ritmo actual de inversión.

**Al mismo tiempo, el mercado luce exigente bajo prácticamente cualquier métrica histórica de valuación.** Aun así, el rally reciente fue impulsado más por crecimiento de ganancias que por expansión de múltiplos, algo importante porque diferencia al contexto actual de la etapa final de la burbuja puntocom. La comparación con 1999 continúa siendo limitada: durante la burbuja tecnológica, el retorno del S&P 500 avanzaba muy por delante del crecimiento de las ganancias corporativas, mientras que hoy ambos indicadores evolucionan de forma mucho más consistente.

**No obstante, el hecho de que no estemos frente a una burbuja similar a la de 2000 no implica que el mercado esté libre de riesgo.** Históricamente, las correcciones relevantes suelen comenzar cuando los fundamentos todavía lucen saludables y el consenso se vuelve excesivamente optimista respecto de su continuidad. En ese sentido, la combinación actual de valuaciones elevadas, expectativas de crecimiento ambiciosas y posicionamiento inversor cada vez más concentrado reduce significativamente el margen para decepciones.

El rally sigue concentrado en un número reducido de compañías y continúa siendo impulsado por flujos de momentum, actividad en opciones y entusiasmo asociado a inteligencia artificial. Estas dinámicas pueden sostener el avance por algún tiempo más, pero también suelen caracterizar las etapas finales de los movimientos alcistas, cuando cada vez se necesita más flujo comprador para justificar valuaciones crecientemente exigentes.

**Una señal de complacencia que merece atención.** El gráfico compara la evolución del S&P 500 (línea azul) con la correlación implícita entre sus componentes (línea roja). Actualmente, esta correlación se encuentra cerca de mínimos históricos, lo que indica que el mercado espera que las acciones se muevan cada vez más por factores individuales y menos por riesgos macroeconómicos o sistémicos.



Históricamente, niveles tan bajos de correlación han coincidido con períodos de fuerte optimismo y escasa demanda de cobertura. Las dos ocasiones señaladas en el gráfico fueron seguidas por aumentos de volatilidad y correcciones relevantes del mercado.

Si bien esto no implica una caída inminente, sí sugiere que los inversores están descontando un escenario muy benigno, con poca preocupación por riesgos como una desaceleración económica, inflación persistente o tensiones geopolíticas. En ese sentido, el indicador puede interpretarse como una señal de complacencia elevada, justo cuando el S&P 500 vuelve a operar en máximos históricos.

**En conclusión,** nuestra visión sigue siendo que el ciclo estructural asociado a inteligencia artificial permanece intacto y probablemente continúe impulsando las ganancias corporativas durante varios años. **Sin embargo, eso no excluye una corrección en el camino. De hecho, 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. En este sentido se destacan la próxima reunión de la **Reserva Federal**, que podría reforzar el mensaje de tasas altas por más tiempo, y el intenso calendario de **IPOs** previsto para los próximos meses, que podría absorber liquidez y poner a prueba la demanda por activos de riesgo.

El mercado puede seguir subiendo en el corto plazo, pero la relación riesgo-retorno luce cada vez menos favorable. Asimismo, seguimos monitoreando de cerca la evolución de los mercados asiáticos, particularmente **Corea del Sur**, donde las valuaciones ligadas a inteligencia artificial y semiconductores se han expandido significativamente. Una corrección relevante en Corea podría deteriorar rápidamente el sentimiento global hacia el sector tecnológico y terminar contagiando a Wall Street, actuando como catalizador de una corrección más amplia en la renta variable estadounidense.

## Commodities

### Energía y uranio mantienen el liderazgo, mientras el cobre pierde impulso

**El conflicto en Medio Oriente podría estar acelerando un cambio estructural en los mercados energéticos.** Más allá del shock geopolítico inmediato, la combinación de una década de subinversión en producción, una desaceleración del shale estadounidense y crecientes restricciones de oferta sugiere que el mercado petrolero podría permanecer ajustado durante varios años. En este contexto, precios del petróleo significativamente más altos de los observados en la última década dejan de parecer un escenario extremo y pasan a formar parte de un rango plausible para equilibrar oferta y demanda

FIGURE 1 Permian Year-on-Year Oil Production Growth



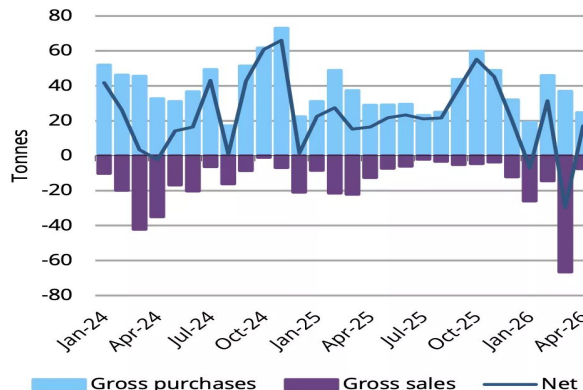
Source: EIA

La visión también continúa siendo constructiva para el gas natural. Estados Unidos sigue cotizando con un importante descuento frente a los mercados internacionales de LNG, mientras el crecimiento exportador avanza y la expansión de la oferta comienza a perder dinamismo. En **agricultura**, el principal impacto del conflicto se concentra en fertilizantes, donde las interrupciones logísticas y restricciones de oferta podrían trasladarse gradualmente a mayores costos de producción agrícola.

Dentro de los metales, el panorama sigue siendo favorable para **uranio**, donde el renacimiento de la energía nuclear continúa impulsando expectativas de déficits estructurales de uranio.

El **oro** mantiene fundamentos estructuralmente positivos gracias a la continua diversificación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales. De hecho, las compras oficiales volvieron a acelerarse en abril, lideradas por Polonia y China, mientras que la demanda de bancos centrales continúa concentrándose en Asia y Europa del Este.

Sin embargo, a pesar de este sólido respaldo de largo plazo, **el oro ha mostrado dificultades para extender sus ganancias en el corto plazo**. El repunte reciente de las tasas reales y la fortaleza del dólar han limitado su capacidad de tracción, aun cuando la demanda oficial sigue aumentando.



La principal excepción dentro del complejo de commodities sigue siendo el cobre. Si bien el consenso continúa viendo al metal rojo como uno de los grandes beneficiarios de la transición energética, empiezan a aparecer señales de desaceleración estructural de la demanda china al mismo tiempo que la oferta minera ha sorprendido positivamente. Los inventarios continúan acumulándose y el mercado parece estar en superávit.

En síntesis, el panorama de commodities continúa siendo favorable para energía, gas natural, fertilizantes y uranio, sectores respaldados por restricciones estructurales de oferta, años de subinversión y una demanda que sigue mostrando resiliencia. En metales preciosos, la visión estratégica también permanece constructiva, particularmente por la sostenida acumulación de reservas por parte de bancos centrales. Sin embargo, en el corto plazo, oro y plata podrían enfrentar obstáculos derivados de un dólar más fuerte y tasas reales más elevadas, factores que históricamente han limitado su desempeño aun cuando los fundamentos de largo plazo permanecen sólidos. El cobre, por su parte, aparece cada vez más como la excepción dentro del complejo de commodities, dado que la desaceleración estructural de la demanda china y una oferta más robusta de lo esperado continúan moderando las perspectivas alcistas para el metal rojo.

## Asset Allocation – mayo 2026

Asset Allocation global	Perspectiva global				Comentarios
	1 a 6 meses		6 a 12 meses		
	-	0	+	0	
Acciones	+	0	+	0	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	+	0	+	0	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	+	0	+	0	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	+	0	+	0	Los riesgos siguen altos en crédito privado tras varios años de crecimiento. Alternativas líquidas como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante mayor volatilidad macro.
Criptomonedas	+	0	+	0	Las criptomonedas están en proceso de ajuste, afectados por un cambio de régimen de liquidez. Persistencia de presión bajista hacia octubre.
Cash	+	0	+	0	Mantenemos exposición en instrumentos proxy de cash con un horizonte de 6 a 12 meses ante riesgos de volatilidad tanto en acciones como bonos.
<b>Renta variable (regiones)*</b>	-	0	+	0	
Estados Unidos	+	0	+	0	El mercado ha mostrado gran resiliencia, impulsado por el ciclo de inversión en inteligencia artificial. Tras el liderazgo de tecnología, esperamos comience a consolidar en breve.
Europa	+	0	+	0	El fortalecimiento del dólar, el shock de petróleo y la exposición al ciclo global vuelven a la región más vulnerable de corto plazo. Concentrarse en acciones de altos dividendos.
Japón	+	0	+	0	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	+	0	+	0	La región sigue siendo sensible al ciclo global de liquidez y a un dólar más fuerte, en especial si el shock de petróleo se extiende en el tiempo.
América Latina	+	0	+	0	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.
<b>Renta variable (sectores)*</b>	-	0	+	0	
Tecnología	+	0	+	0	El ciclo de inversión en inteligencia artificial sigue sólido. Tras la suba exponencial, esperamos retroceda pronto (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.
Comunicaciones	+	0	+	0	La suba del petróleo y alimentos ha deteriorado el poder adquisitivo en momentos en que la confianza alcanza mínimos históricos. Las valuaciones más atractivas reducen el potencial de aceleración de caídas.
Consumo discrecional	+	0	+	0	La posible flexibilización regulatoria es positiva. Sin embargo, el ciclo maduro de crédito sugiere mayor cautela. Tensiones en private credit y eventos idiosincráticos (quiebras) podrían esparcir.
Financiero	+	0	+	0	Menos recortes de la Fed implican menor demanda de crédito y actividad en mercados de capitales.
Industriales	+	0	+	0	Favorecidos por tendencias estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e inversión en infraestructura energética. Espuestos a desaceleración global y conflictos comerciales. Algunos subsectores son particularmente sensibles al comercio internacional, y un menor impulso en infraestructura vinculada a inteligencia artificial sería negativo.
Materiales	+	0	+	0	Soporte estructural por seguridad de recursos, pero con fuerte componente cíclico. El dólar y las tasas serán determinantes.
Energía	+	0	+	0	La volatilidad geopolítica mantiene una prima de riesgo en el petróleo. Incluso si las hostilidades terminaran hoy, creemos que la decisión de Irán de atacar infraestructura energética en la región tendrá efectos duraderos. Es probable que se establezca una demanda sostenida en crudo, gas natural, urea, helio, etc. Las compañías del sector continúan mostrando balances sólidos y altos retornos a accionistas. Un shock persistente podría sostener precios altos, pero el riesgo pasará a ser la desaceleración en la actividad.
Consumo básico	+	0	+	0	Sector muy atrasado; un cambio de tono podría activar un fuerte repunte en el sector.
Salud	+	0	+	0	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	+	0	+	0	La posibilidad de un escenario de precio de petróleo más alto y su rol defensivo (aunque menor que antes) lo vuelve un sector atractivo en la actualidad.
Resistencia	+	0	+	0	Riesgo de que la suba en el petróleo ponga la rebaja de tasas. Sin catalizadores claros. Tasas altas y competencia con bonos limitan el atractivo.
<b>Renta fija</b>	-	0	+	0	
Duración	+	0	+	0	Los rendimientos continúan moviéndose en un rango relativamente estable de 4%-4.5%. La presión inflacionaria derivada del petróleo podría limitar las caídas adicionales de tasas. Si la tasa a 10 años se acerca a 5%, evaluaremos aumentar duración.
Soberanas desarrolladas	+	0	+	0	MBS sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses.
Corporativo (investment grade)	+	0	+	0	Los spreads actuales ofrecen poco valor aunque el carry debería compensar cualquier aumento repentino en los spreads.
Corporativo (high yield)	+	0	+	0	Sector que se vuelve vulnerable a un mercado de crédito maduro.
Emergente	+	0	+	0	En el corto plazo dominan otros factores: valuaciones exigentes, shock energético y condiciones financieras globales más restrictivas. LatAm continúa mostrando resiliencia relativa. Seguimos más cautos en importadores de energía y en créditos de alto beta.
<b>Materias primas</b>	-	0	+	0	
Petróleo	+	0	+	0	El shock geopolítico en Medio Oriente ha impulsado los precios. Incluso con una eventual desescalada, la prima de riesgo podría mantenerse alta en los próximos meses.
Metales básicos	+	0	+	0	Tras la fuerte suba reciente, el sector podría consolidar en el corto plazo, especialmente si el dólar se fortalece.
Oro	+	0	+	0	Seguimos positivos estructuralmente como cobertura frente a riesgos fiscales y geopolíticos. Sigue sin traccionar de corto plazo. Esperamos retorne su rol de activo refugio aun en un escenario de tasas reales altas y dólar fuerte.
<b>Divisas</b>	-	0	+	0	
Dólar (DXY)	+	0	+	0	El posicionamiento extremadamente corto y el riesgo de un rebote inflacionario favorecen un movimiento de apreciación en los próximos meses, especialmente en episodios de volatilidad global.
Yen	+	0	+	0	Tras la debilidad de los últimos meses, es posible que estemos alcanzando un tope relevante.
Monedas emergentes	+	0	+	0	Las monedas emergentes son particularmente vulnerables a un dólar más fuerte y a condiciones financieras globales más restrictivas. Favorecer las exportadoras netas de petróleo.

\*En relación al MSCI World



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 66.2%	REITS 27.7%	10-Year UST 12.52%	Global HY 19.6%	MSCI Japan 51.86%	REITS 28.04%	MSCI Japan 8.12%	Russe II 2000 19.74%	MSCI China 52.34%	2-Year UST -0.27%	REITS 28.02%	MSCI China 26.7%	REITS 42.5%	Commodities 22.2%	S&P500 23.9%	S&P500 24.9%	MSCI Europa 39.2%	Commodities 37.1%
2-Year UST 3%	Global HY 59.4%	Russe II 2000 25.3%	Inflation Bonds 8.53%	REITS 19.57%	Russell 2000 36.82%	S&P 500 11.29%	MSCI Europe 5.47%	Global HY 14.27%	MSCIEM 34.59%	10-Year UST -1.3%	S&P 500 26.11%	Russell 2000 18.3%	Commodities 41.1%	MSCI Japan -6.1%	MSCI Europa 23.0%	MSCI China 17.7%	MSCIEM 34.2%	MSCIEM 19.1%
U.S. Agg Bond 2.99%	MSCI China 58.86%	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%	U.S. 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%	Russe II 2000 11.4%	MSCI China 33.4%	REITS 15.2%
EM LC Debt 0.58%	EM HC Sov 30.27%	MSCI EM 14.8%	EM HC Sov 6.84%	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%	MSCIEM 15.1%	Russe II 2000 13.5%	US HY -10.9%	Russe II 2000 14.8%	Global HY 9.2%	MSCI Japan 26.1%	Russe II 2000 15.1%
U.S. IG -4.74%	REITS 28.47%	EM LC Debt 12.89%	U.S. 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%	Inflation Bonds -12.2%	Global HY 12.8%	Commodities 8.5%	S&P500 18.0%	MSCI Japan 13.6%
Inflation Bonds -6.2%	MSCI Europe 27.15%	S&P 500 12.84%	U.S. Agg Bond 4.26%	MSCIEM 16.9%	REITS 2.7%	MSCI China 4.67%	10-Year UST -0.38%	MSCIEM 8.76%	Russe II 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%	S&P500 8.9%
EM HC Sov -12.86%	Russe II 2000 26.81%	EM HC Sov 10.57%	Global HY 3.12%	EM LC Debt 16.11%	MSCI China 0.43%	U.S. IG 4.59%	S&P 500 -0.81%	EM HC Sov 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 12.7%	EM HC Sov 10.4%	MSCI Japan 7.0%	EM HC Sov 14.2%	MSCI Europe 4.3%
U.S. HY 24.53%	S&P 500 23.49%	MSCI Europe 8.04%	2-Year UST 0.62%	Russe II 2000 14.33%	2-Year UST -0.05%	MSCIEM -17.9%	U.S. Agg Bond -1.92%	EM LC Debt 7.93%	Global HY 10.43%	U.S. IG -5.47%	MSCIEM 10.18%	MSCI Japan 6.5%	Global HY 0.8%	US Agg Bond -15.0%	EM LC Debt 8.3%	MSCIEM 6.5%	Russe II 2000 12.6%	Global HY 1.9%
Global HY 26.8%	EM LC Debt 20.2%	Commodities 7.17%	EM LC Debt 0.58%	S&P 500 13.47%	U.S. HY -0.5%	Russell 2000 3.69%	Inflation Bonds -2.08%	U.S. 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%	MSCIEM 6.4%	EM HC Sov 5.7%	Global HY 12.0%	EM HC Sov 1.4%
Russe II 2000 -35.14%	U.S. HY 15.56%	10-Year UST 5.89%	S&P 500 -0.2%	MSCI Europe 13.37%	Commodities -1.83%	U.S. Agg Bond 3.47%	Global HY -2.72%	Inflation Bonds 3.18%	MSCI Europe 7.27%	S&P 500 -6.35%	U.S. IG 9.92%	US IG 6.3%	US IG -3.4%	US IG -15.3%	US HY 4.8%	REITS 4.8%	US HY 8.3%	US Agg Bond 0.3%
REITS -37.56%	Commodities 11.22%	U.S. IG 3.58%	U.S. HY -0.95%	U.S. HY 4.38%	EM HC Sov -3.42%	Inflation Bonds 1.92%	U.S. IG -4.56%	U.S. IG 2.35%	Commodities 3.89%	U.S. HY -7.06%	EM HC Sov 9.35%	US Agg Bond 5.2%	US Agg Bond -3.4%	MSCI Europe -15.3%	US Agg Bond 4.6%	MSCI Europe 3.5%	US IG 7.9%	EM LC Debt 0.2%
S&P 500 -38.28%	MSCI Japan 7.25%	Inflation Bonds 3.48%	Commodities -3.28%	Inflation Bonds 4.04%	U.S. Agg Bond -4.19%	2-Year UST 0.08%	Russell 2000 -5.85%	2-Year UST 0.11%	U.S. IG 2.57%	Russe II 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%	Inflation Bonds -0.6%
MSCI Japan -43.62%	U.S. IG 5.54%	U.S. HY 2.79%	Russe II 2000 -5.74%	U.S. IG 3.85%	EM LC Debt -5.05%	Global HY 0.01%	U.S. HY -10.07%	U.S. Agg Bond 0.05%	U.S. Agg Bond 1.18%	MSCI Europe -13.1%	U.S. HY 7.19%	2-Year 2.1%	EM HC Sov -3.9%	EM HC Sov -18.7%	Inflation Bonds 1.0%	Inflation Bonds 1.6%	Inflation Bonds 6.6%	2-Year UST -1.1%
MSCI Europe -45.52%	Inflation Bonds 4.7%	MSCI China 2.59%	MSCI Europe -10.94%	10-Year UST 1.82%	U.S. IG -5.53%	EM LC Debt -3.4%	MSCI China -10.1%	MSCI Europe -0.5%	U.S. HY 0.82%	Commodities -13.88%	10-Year UST 6.51%	US HY -0.7%	MSCIEM -5.0%	MSCIEM -20.6%	2-Year UST -0.2%	US Agg Bond 1.3%	2-Year UST 5.9%	US HY -1.4%
Commodities -45.73%	U.S. Agg Bond -0.97%	U.S. Agg Bond 2.48%	MSCIEM -20.36%	U.S. Agg Bond 0.75%	MSCIEM -5.76%	U.S. HY -3.53%	EM LC Debt -11.14%	10-Year UST -0.73%	Inflation Bonds 0.8%	MSCI Japan -16.77%	Inflation Bonds 6.33%	REITS -4.8%	10yr UST -6%	Russe II 2000 -21.4%	10-Year UST -0.6%	2-Year UST 0.2%	Commodities 4.9%	US IG -1.7%
MSCIEM -50.16%	2-Year UST -2.01%	2-Year UST 1.23%	MSCI China -20.41%	2-Year UST -0.09%	10-Year UST -7.68%	MSCIEM -5.99%	MSCIEM -18.07%	MSCI China -1.38%	10-Year UST 0.72%	MSCIEM 17.11%	U.S. Agg Bond 5.72%	MSCI Europe -5.4%	EM LC Debt -9.4%	MSCI China -21.7%	Commodities -3.7%	10-Year UST -1.9%	REITS 3.3%	10-Year UST -2.7%
MSCI China -52.23%	10-Year UST -10.88%	MSCI Japan 0.44%	MSCI Japan -20.52%	Commodities -0.58%	Inflation Bonds -9.48%	Commodities -12.96%	Commodities -34.06%	MSCI Japan -2.6%	2-Year UST -0.71%	MSCI China -20.31%	2-Year UST 1.2%	Commodities -23.9%	MSCI China -21.9%	REITS -24.4%	MSCI China -12.5%	EM LC Debt -2.0%	10-Year UST -0.2%	MSCI China -9.5%

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
<b>Renta Fija</b>						
Global Aggregate Bond Index	4.37	-1.1%	-0.8%	-0.9%	-1.4%	-2.4%
US Aggregate Bond Index	98.22	-0.9%	-0.6%	-2.0%	0.4%	-1.7%
US Treasury3M	3.62	-5.2	-6.1	-4.8	-71.6	-1.0
US Treasury1Yr	3.70	-7.8	-5.6	11.7	-37.0	22.2
US Treasury2Yr	4.21	20.1	26.3	62.5	28.4	73.1
US Treasury10Yr	4.59	15.7	17.0	45.8	20.2	42.6
US Treasury30Yr	5.07	9.4	7.9	31.4	18.9	22.3
Alemania 10Yr	3.04	10.1	-2.4	19.8	45.9	18.4
China 10Yr	1.73	1.6	-2.2	-6.8	2.7	-11.8
Japon 10 Yr	2.65	-0.8	14.7	49.8	119.2	59.2
Sob Bz 10Yr - USD	5.28	16.0	30.4	37.2	-61.6	28.4
IG - 5 YEAR SPREAD	50.7	-0.4	-4.2	-3.1	-4.2	0.7
HY - 10 YEAR SPREAD	259.0	2.0	0.0	-4.0	-45.0	23.0
EMBI Global Spread	215.9	-2.1	-4.1	-17.3	-86.3	-15.6
<b>Acciones</b>						
MSCI World	4865.5	0.0%	4.0%	9.1%	25.1%	9.8%
VIX	18.4	19.9%	5.7%	-22.7%	-0.6%	22.9%
S&P500	7445.1	-1.8%	2.6%	9.0%	25.4%	8.8%
Nasdaq	25896.1	-4.0%	2.3%	13.8%	34.2%	11.4%
Russell 2000	2848.8	-2.4%	0.1%	10.2%	35.8%	14.8%
<b>Russell Value</b>	2334.1	-0.1%	2.3%	7.7%	25.9%	12.7%
<b>Russell Growth</b>	4983.7	-3.1%	2.8%	9.3%	22.8%	4.6%
MSCI Europa Desarrollados	67.8	-1.4%	1.9%	6.1%	13.8%	5.8%
Eurostoxx	67.4	-1.0%	2.4%	5.6%	12.1%	4.3%
Dax	24759.1	-1.4%	1.5%	4.0%	1.8%	1.1%
FTSE	10368.1	-0.4%	1.5%	-0.4%	17.7%	4.4%
MSCI Japón	91.7	-1.3%	2.8%	6.8%	25.2%	13.6%
Nikkei	66588.1	0.4%	6.2%	19.7%	76.4%	32.3%
MSCI Mercados Emergentes	1759.1	0.4%	6.7%	17.0%	48.7%	25.3%
MSCI China	77.0	1.2%	-3.0%	-1.5%	2.3%	-7.2%
Shangai (in CNY)	4027.7	-1.0%	-2.1%	-2.0%	19.0%	1.5%
MSCI India	47.4	-2.4%	-3.6%	-5.9%	-12.5%	-12.3%
MSCI Brasil	1784.0	-3.8%	-12.3%	-4.7%	27.9%	8.4%
Ibovespa (in BRL)	169189.8	-3.4%	-9.4%	-6.2%	24.2%	5.0%
MSCI Mexico	8252.5	-1.4%	-0.9%	1.8%	31.2%	11.0%
MSCI Argentina	92.4	-5.5%	2.2%	6.3%	5.5%	1.0%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
<b>Monedas</b>						
DXY - Dollar Index	100.1	1.2%	1.7%	0.8%	1.4%	1.8%
Euro	1.15	-1.1%	-1.4%	-0.7%	0.7%	-1.9%
Pound Sterling	1.33	-0.8%	-1.5%	-0.1%	-1.7%	-1.0%
Yen	160.3	-0.6%	-1.7%	-1.7%	-11.7%	-2.3%
Renminbi	6.79	-0.3%	1.8%	1.8%	5.4%	2.9%
Real	5.14	-2.1%	2.3%	2.3%	7.9%	6.4%
Peso Mexicano	17.5	-0.7%	1.4%	1.4%	8.8%	3.0%
Sol	3.47	-1.6%	-0.6%	-0.6%	4.3%	-3.2%
CL Peso	915.4	-2.8%	-0.2%	-0.2%	1.7%	-1.6%
CO Peso	3593.1	2.6%	4.8%	4.8%	12.5%	4.8%
Bitcoin	60475.2	-17.9%	-25.9%	-15.0%	-39.8%	-31.0%
Ethereum	1583.7	-21.0%	-33.5%	-23.9%	-34.0%	-46.8%
<b>Commodities</b>						
S&P Commodity index	5510.7	2.2%	-5.2%	13.6%	49.9%	40.7%
Petroleo (Brent)	93.0	1.1%	-15.3%	8.9%	42.4%	52.9%
Petroleo (WTI)	90.2	3.2%	-11.8%	11.3%	42.3%	57.0%
Soja, cUS/bushel	1119.8	-5.6%	-6.4%	-3.8%	6.5%	8.7%
Trigo, cUS/bushel	579.3	-5.1%	-6.0%	-0.6%	6.2%	14.3%
Maiz, cUS/bushel	417.0	-6.7%	-10.4%	-5.5%	-5.1%	-5.3%
Oro, \$/oz	4328.6	-4.7%	-5.0%	-14.8%	29.1%	0.2%
Plata, \$/oz	68.4	-9.1%	-6.1%	-16.8%	91.9%	-4.5%
Iron Ore CNY/ton	775.0	-2.3%	-4.8%	-3.9%	2.7%	-4.0%
LME Lithium Hydroxide CIF	20579.6	-6.8%	-1.3%	4.1%	147.9%	83.4%
Aluminium, \$/tonne	3666.0	0.2%	4.1%	9.7%	47.6%	22.4%
Lead, \$/tonne	2017.0	0.0%	3.5%	2.8%	1.3%	0.3%
Nickel, \$/tonne	18689.0	-2.2%	-3.5%	6.8%	21.4%	12.3%
Tin, \$/tonne	55744.0	1.2%	12.8%	9.3%	74.1%	37.4%
Zinc, \$/tonne	3588.0	1.0%	7.3%	7.9%	32.8%	15.1%
Cobre, \$/tonelada	13933.7	1.8%	7.7%	7.1%	44.0%	11.8%

*Este 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.*