

| Visión de mercado

Estamos preocupados

- **El conflicto en torno al Estrecho de Ormuz sigue en una fase inestable:** aunque el mercado comenzó a descontar un posible acuerdo preliminar entre EE.UU. e Irán, la normalización del flujo energético aún luce incierta. Aun así, los activos de riesgo reaccionaron positivamente, apoyados en una macro estadounidense resiliente, con empleo y consumo todavía firmes y un fuerte impulso de inversión vinculado a AI. Sin embargo, el shock energético ya comenzó a trasladarse a fertilizantes, y transporte, mientras los inventarios globales de energía continúan deteriorándose.
- **La Fed probablemente mantenga una postura cautelosa,** especialmente con expectativas de inflación todavía sensibles a cualquier escalada geopolítica y varios bancos centrales globales manteniendo un sesgo hawkish. Hacia adelante, el principal riesgo es que la combinación de energía cara, tasas elevadas y una desaceleración en las ganancias de productividad termine erosionando el margen de absorción de la economía global, elevando el riesgo de menor crecimiento y presiones inflacionarias más persistentes hacia 2026.
- En términos de asset allocation, pasamos a subponderar renta variable: adoptamos una postura más cautelosa para 3, 6 y 12 meses, con intención de aprovechar cualquier rebote de abril para reducir riesgo y aumentar liquidez en las carteras, incluyendo nuestros portafolios modelos. Si bien el deterioro macro tal vez no termina siendo tan dramático, la renta variable parte de una situación donde no pareciera contemplar ningún tipo de impacto por el precio de petróleo en niveles altos por bastante tiempo, inclusive con revisiones al alza de ganancias corporativas. Esto pone a este asset class en mayor riesgo de bajas.
- **Bonos soberanos: mantenemos una postura neutral en *duration*, aunque evaluaríamos extenderla tácticamente si la tasa a 10 años se aproxima a 5%.** La suba de rendimientos en marzo-abril respondió tanto al drenaje de liquidez como al shock energético. Japón también suma presión vía la normalización del BOJ y el avance de los JGBs, elevando el piso global de tasas. Aun así, el Treasury a 10 años se ha mantenido más cerca de 4% que de 5%, contenido por el financiamiento concentrado en el tramo corto de la curva y nuevas fuentes de demanda.
- **Investment grade** se mantiene técnicamente sólido, pero con valuaciones cada vez más exigentes y menor margen adicional de suba. **En high yield,** el mercado luce demasiado complaciente: los spreads ya revirtieron completamente de la ampliación de marzo y descuentan un escenario casi perfecto, dejando una asimetría negativa ante cualquier decepción macro o geopolíticas.
- **Emergentes siguen ofreciendo el mejor balance riesgo-retorno,** aunque el rally reciente redujo significativamente el colchón por el lado de las valuaciones. La historia continúa siendo favorable en términos relativos frente a desarrollados, pero mucho menos holgada que algunos meses atrás.
- **Dólar firme en el corto plazo:** el contexto geopolítico y la menor liquidez global siguen favoreciendo al dólar, especialmente frente a emergentes. **El principal riesgo sería una apreciación del yen si el BOJ acelera intervenciones.**
- **Seguimos positivos en commodities:** el shock energético actual expuso un sistema global mucho más ajustado de lo que asumía el mercado, con inventarios bajos, limitada capacidad de respuesta de oferta y crecientes disrupciones en cadenas agrícolas e industriales. A esto se suma el riesgo de un evento fuerte de El Niño en 2026, que podría amplificar presiones sobre alimentos y fertilizantes hacia 2027, reforzando un entorno de inflación más persistente.

Situación macro

Energía, liquidez y geopolítica: alivio táctico en un régimen de fragilidad persistente

El frente geopolítico ha escalado hacia una fase más compleja y prolongada en torno al Estrecho de Ormuz: si bien persiste un “alto el fuego” formal sobre objetivos terrestres, en la práctica coexiste con una doble restricción operativa del estrecho (EE.UU. e Irán) y episodios intermitentes de confrontación indirecta. La reapertura sostenida del flujo energético luce cada vez menos probable en el corto plazo, mientras las negociaciones avanzan de forma fragmentada e indirecta.

En las últimas horas, la Casa Blanca comenzó a trabajar sobre un posible memorándum preliminar con Irán que incluiría una pausa en el enriquecimiento nuclear, alivio parcial de sanciones y una flexibilización de las restricciones sobre Ormuz. El mercado ha reaccionado positivamente a estos titulares, aunque las negociaciones siguen siendo altamente inciertas y todavía lejos de garantizar una normalización duradera del tránsito energético global.

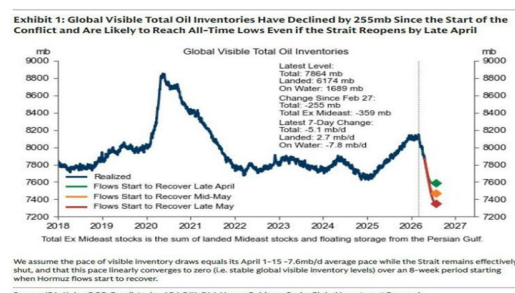
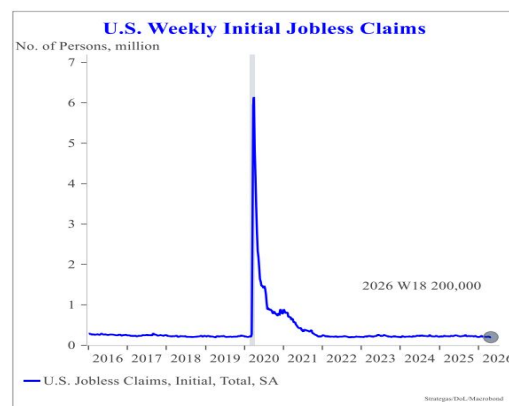
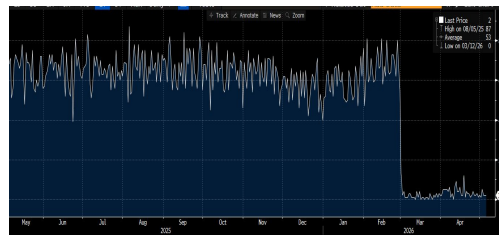
A pesar de este flujo de noticias errático, la reacción de mercado ha sido constructiva. El rally en activos de riesgo sugiere que los inversores están intentando “mirar a través” de las disrupciones de corto plazo en las cadenas globales, algo más viable en EE.UU. que en Europa o Asia. El mercado parece querer volver a un escenario “goldilocks”: petróleo más bajo, tasas más bajas, fuerte demanda vinculada a IA y crecimiento aún resiliente. Este comportamiento encuentra respaldo en una macro estadounidense que, hacia abril, sigue mostrando resiliencia: solicitudes de desempleo contenidas, creación de empleo privado aún firme (incluyendo métricas recientes como ADP) y consumo sostenido. Las solicitudes iniciales de desempleo continúan cerca de 200.000 y los anuncios de despidos siguen relativamente acotados, sugiriendo que —al menos por ahora— EE.UU. evita un deterioro abrupto del mercado laboral.

La energía sigue siendo el principal canal de transmisión, y los shocks ya comenzaron a filtrarse más allá del petróleo. Las disrupciones logísticas están impactando insumos clave como fertilizantes —cuyos precios se han disparado— y amenazan con extenderse a otros segmentos, incluyendo transporte aéreo. El mercado parece relativamente menos preocupado por los aspectos nucleares del conflicto y más enfocado en la reapertura de Ormuz, dado el impacto directo que las restricciones energéticas están teniendo sobre combustibles, plásticos, fertilizantes y otros insumos industriales que comienzan a mostrar señales de escasez.

Más allá del petróleo, la evidencia reciente apunta a un deterioro acelerado en balances globales de energía (ver gráfico): inventarios comerciales y estratégicos vienen cayendo con rapidez, mientras la capacidad ociosa adicional —particularmente en Medio Oriente— no se ha materializado como se esperaba.

Esto refuerza la idea de que los “amortiguadores temporales (reservas estratégicas y cargamentos en tránsito) están perdiendo efectividad, elevando el riesgo de que el ajuste se dé vía precios más altos y destrucción de demanda en los próximos meses. Si bien las expectativas de mercado descuentan una eventual normalización del shock energético, episodios previos muestran que estos alivios temporales han tendido a revertirse rápidamente cuando las negociaciones vuelven a estancarse.

Las implicancias de segunda ronda son cada vez más relevantes. El encarecimiento de insumos críticos anticipa presiones inflacionarias diferidas, mientras que la reciente aceleración en métricas como CPI, PPI y precios de importación refuerza la cautela de la Fed.



Aun en un escenario de normalización parcial en Ormuz, la Fed difícilmente actúe. En línea con esto (ver gráfico superior), el actual conflicto impulsó inicialmente al alza las expectativas de inflación de corto plazo, con los swaps de inflación a dos años superando el 3% —por encima del límite superior implícito de la Reserva Federal y en máximos desde 2022—. Sin embargo, en los últimos días estas métricas comenzaron a revertir parcialmente ante la posibilidad de un acuerdo preliminar entre EE.UU. e Irán y una eventual reapertura gradual de Ormuz, **reflejando que el mercado continúa apostando a que el shock energético no se transforme en un problema inflacionario estructural.** Esto resulta particularmente relevante en un contexto donde varios bancos centrales globales han adoptado un tono más hawkish o permanecen en pausa, reflejando preocupación por un posible desanclaje de expectativas de inflación si el shock energético persiste.

Desde el punto de vista macro, **el impacto combinado de mayores precios de la energía y tasas elevadas empieza a delinear un escenario de desaceleración hacia 2026.** El boom de inversión en tecnología —especialmente vinculado a IA (gráfico medio) — y los efectos riqueza asociados continúan actuando como contrapeso clave al shock energético, sosteniendo tanto el capex como el consumo de los hogares de mayores ingresos.

Sin embargo, existe una tensión creciente: mientras la inversión vinculada a IA sigue sosteniendo actividad y mercados, **las ganancias de productividad comienzan a moderarse** (ver gráfico inferior). Tras un período particularmente sólido, la productividad en EE.UU. desaceleró hacia 0.8% trimestral anualizado en el 1T, mientras los costos laborales unitarios volvieron a acelerarse. Esto no implica aún un problema inflacionario severo, pero sí reduce parte del “colchón” que había permitido absorber mayores salarios y

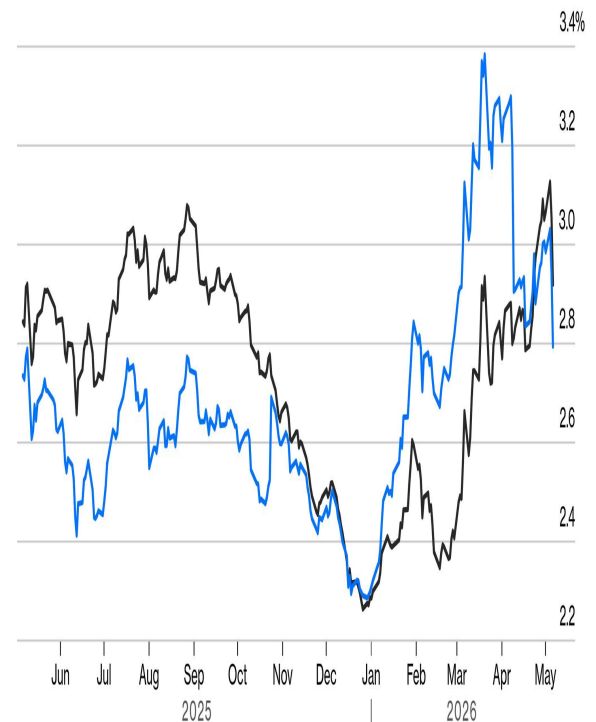
shocks energéticos sin una aceleración más marcada de precios. En contraste, el resto del mundo enfrenta un shock más adverso. Las economías importadoras de energía ven deteriorarse sus términos de intercambio, con mayor presión inflacionaria y menor crecimiento, mientras los exportadores de commodities capturan beneficios relativos. **Europa continúa apareciendo como una de las regiones más vulnerables al shock**, dada su mayor exposición industrial y energética, aunque una eventual reapertura sostenida de Ormuz podría aliviar particularmente a sectores como manufactura, autos y transporte. En este entorno, el dólar mantiene su rol dominante, sostenido por condiciones de liquidez global restrictivas y demanda estructural de financiamiento, presionando a las monedas emergentes.

Desde una mirada estratégica, **mantenemos la decisión de estar underweight en renta variable en los horizontes de 3, 6 y 12 meses.** Si bien las acciones operan en nuevos máximos, el contexto macro-financiero no ha mejorado de forma significativa en el último mes y, de hecho, algunos riesgos se han ido materializando: el shock energético persiste y la inflación sigue mostrando rigidez. El rebote reciente en los activos de riesgo —en parte apoyado en expectativas de desescalada geopolítica— fue consistente con lo que anticipábamos para abril, aunque terminó siendo más fuerte de lo esperado, y hacia fines de mes lo utilizamos para reducir exposición a equity. Hacia adelante, seguimos viendo estos movimientos como oportunidades para disminuir riesgo y avanzar en una rotación gradual hacia liquidez, priorizando preservación de capital hasta tener mayor visibilidad sobre inflación, crecimiento y estabilidad financiera.

Deflated Inflation Expectations

Bond and swap market measures show investors see a contained energy shock

2-Year Inflation Breakeven / 2-Year Inflation Swap



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

En **renta fija, nos mantenemos neutrales en duration, aunque con un sesgo claro a extenderla** si los rendimientos a 10 años se acercan a la zona de 5%, donde el perfil riesgo-retorno empieza a ser más atractivo en un escenario de desaceleración. Al mismo tiempo, sostenemos exposición a commodities como cobertura frente a inflación y shocks de oferta, complementada con alternativos líquidos que ayudan a diversificar en un entorno que sigue siendo volátil.

En síntesis, el alivio reciente en los mercados refleja más una compresión de riesgos de corto plazo que una mejora estructural, con disrupciones que continúan filtrándose a la economía real mientras la política monetaria permanece condicionada por una inflación aún elevada y de dinámica incierta. La combinación de tasas altas, energía cara y desaceleración en la productividad, configura un sesgo claro hacia menor crecimiento en 2026, **aunque parcialmente compensado —por ahora— por el impulso del capex en inteligencia artificial y los efectos riqueza asociados sobre la demanda agregada.**

Mercados financieros – Renta fija

La curva larga contiene el shock, pero las presiones se acumulan

Los mercados han comenzado a descontar un escenario de distensión en Medio Oriente, con el S&P 500 en nuevos máximos ante la expectativa de avances entre EE.UU. e Irán. Sin embargo, el foco debe desplazarse desde la geopolítica hacia el **cambio inminente en el régimen de liquidez**, un factor potencialmente más determinante para los activos de riesgo.

La caída en los rendimientos de deuda durante los primeros meses del año estuvo fuertemente respaldada por una combinación excepcional de estímulo fiscal y monetario: reembolsos impositivos, depreciación acelerada de inversiones, expansión del balance de la Fed y caída del TGA aportaron un colchón que permitió absorber incluso el shock petrolero. Sin embargo, ese soporte ya ha comenzado a desacelerarse de forma material. La temporada de pagos de impuestos no retenidos drenó más de USD 500bn del sistema bancario durante abril, reduciendo de manera significativa el exceso de liquidez.

En este contexto, la suba de tasas observada durante marzo - abril no respondió únicamente a este drenaje de liquidez, sino también a la escalada del conflicto en Medio Oriente, que reintrodujo una prima de riesgo inflacionario vía energía.

De hecho, el ajuste no fue exclusivo de EE.UU.: los rendimientos soberanos a 10 años han escalado de forma sincronizada a nivel global, con países como Alemania, Reino Unido y Australia alcanzando nuevos máximos de ciclo (gráfico superior), reflejando una combinación de presiones inflacionarias persistentes, primas al vencimiento más elevadas y una oferta creciente de deuda en un entorno de menor liquidez estructural.

En paralelo, si el conflicto en Medio Oriente persiste, el mercado de tasas enfrenta un riesgo adicional: los rendimientos del Treasury a 10 años ya han subido cerca de 40pb desde el inicio del conflicto, replicando de forma notable el comportamiento promedio observado en shocks energéticos previos (segundo gráfico). Este movimiento refleja el traspaso gradual de la inflación —rápido en energía, pero más lento en su difusión al resto de la economía—.



Lo que está ocurriendo en Japón amplifica esta dinámica: el avance de los JGBs —acercándose a 2.5%— se suma al movimiento global y refuerza la presión alcista sobre la duration, en la medida en que el proceso de normalización del BOJ comienza a eliminar uno de los últimos anclajes de tasas bajas a nivel mundial (tercer gráfico). La persistencia de salarios creciendo por encima de 5% y la rigidez de precios industriales sugieren que esta transición tiene fundamentos domésticos sólidos y no es meramente importada. Así, Japón no solo acompaña el ajuste global, sino que contribuye a elevar el “piso” de tasas a nivel internacional.

Un punto relevante es que, pese al deterioro fiscal estadounidense, las mayores necesidades de gasto en defensa, el aumento del costo de intereses y las presiones inflacionarias derivadas de la geopolítica, **la tasa a 10 años se ha mantenido más cerca de 4% que de 5%**. Parte de esta dinámica responde a que el Tesoro continúa concentrando el financiamiento del déficit en el tramo corto de la curva (último gráfico), mientras nuevas fuentes de demanda —incluyendo el rebalanceo del balance de la Fed y eventualmente *stablecoins*— ayudan a contener una suba más agresiva de las tasas largas. En la práctica, este sesgo hacia el tramo corto ha evitado que el shock de Medio Oriente genere un ajuste mucho mayor al ya observado en la curva larga.

En este marco, **nos mantenemos neutrales en duration**, pero monitoreando de cerca el umbral de 4.6% en la tasa a 10 años: de superarse de forma sostenida en este contexto de presión alcista, evaluaríamos extender duration tácticamente ante una aproximación a niveles cercanos a 5%.

Crédito global: compresión extrema en desarrollados, mejor asimetría relativa en emergentes

El **crédito IG** continúa mostrando una dinámica técnica sólida, con spreads acercándose nuevamente a mínimos del ciclo. La combinación de flujos positivos —impulsados por ETFs—, demanda externa aún firme y yields todavía atractivos sostiene el tono constructivo. Aun cuando los fundamentos siguen acompañando, el margen adicional de compresión es limitado y las valoraciones comienzan a actuar como ancla. Nos mantenemos neutrales a ligeramente constructivos.

El **segmento HY** es donde vemos mayor desconexión. Los spreads han comprimido agresivamente hasta, revirtiendo completamente la ampliación de marzo. Los flujos han sido fuertes, reflejando un apetito por riesgo elevado en un contexto donde el mercado parece estar incorporando un escenario casi perfecto: fin del conflicto en Medio Oriente y fuerte crecimiento de ganancias. Incluso los tramos de menor calidad (CCC) han liderado el rally reciente. Desde nuestra perspectiva, esto deja poco margen para subas y expone a una asimetría negativa: cualquier decepción —ya sea en macro o geopolítica— podría generar un repricing abrupto. En este contexto, no nos gusta HY: el carry ya no compensa adecuadamente el riesgo.

Emergentes: resiliencia relativa, pero menor margen para compresión adicional. En contraste, vemos mayor valor relativo en mercados emergentes. La resiliencia reciente ha sido particularmente llamativa considerando el contexto geopolítico. Esto refleja fundamentos estructuralmente más sólidos que en episodios previos de stress global: bancos centrales más creíbles, expectativas de inflación relativamente contenidas, mayor flexibilidad cambiaria y balances externos más robustos.

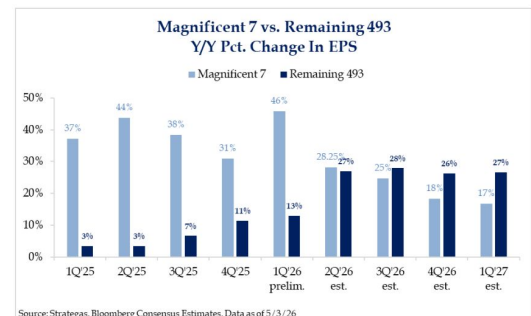
Aun así, creemos que buena parte de esta resiliencia ya está incorporada. Los spreads en numerosos países emergentes se ubican nuevamente por debajo de niveles previos al conflicto, incluso entre importadores netos de energía particularmente expuestos al petróleo. Por ello, vemos menor margen para una compresión adicional significativa si la reapertura de Ormuz no avanza de forma fluida.

En términos regionales, seguimos favoreciendo LatAm. La región continúa beneficiándose de una menor exposición directa al conflicto en Medio Oriente y perspectivas de crecimiento relativamente más estables. Sin embargo, creemos que la dispersión seguirá siendo elevada, particularmente entre emisores más vulnerables a mayores costos energéticos o necesidades de refinanciamiento más exigentes.

Mercados financieros – Renta variable

Renta variable regional: Estados Unidos como refugio táctico en un mundo fragmentado

Las grandes compañías estadounidenses siguen capturando flujos gracias a su escala, acceso a capital y demanda estructural vinculada a inteligencia artificial, mientras empresas más pequeñas y sectores sensibles a tasas enfrentan un entorno más desafiante. A pesar del conflicto con Irán y las disrupciones asociadas, las estimaciones de ganancias para 2026 continúan revisándose al alza, impulsadas particularmente por tecnología y capex en AI. De hecho, la temporada de resultados volvió a sorprender positivamente: el crecimiento de ganancias del S&P 500 prácticamente duplicó las expectativas iniciales, con fortaleza ampliamente distribuida entre sectores y no limitada únicamente a hyperscalers o semiconductores.



En este contexto, seguimos viendo mayor valor relativo en Estados Unidos frente a Europa, Japón y parte de emergentes en el corto plazo. La resiliencia de la economía estadounidense continúa diferenciando su desempeño, apoyada tanto por la concentración en grandes tecnológicas como por una capacidad corporativa más elevada para absorber shocks de oferta y sostener poder de compra. Aun así, comienzan a aparecer señales de desaceleración más visibles en segmentos ligados al consumidor: compañías de consumo, turismo y hoteles ya mencionan una demanda más moderada y un entorno más selectivo, especialmente fuera de los segmentos de mayores ingresos.

Por otro lado, empieza a emerger una discusión más relevante para 2027: el crecimiento del capex en AI probablemente desacelere de forma significativa luego del boom de infraestructura observado en 2026. El mercado comienza a cuestionarse si el ritmo actual de inversión —particularmente en data centers y capacidad computacional— podrá sostenerse sin una aceleración equivalente en monetización y demanda final. En este sentido, las recientes dudas en torno a OpenAI, menores métricas de crecimiento de usuarios y crecientes cuestionamientos sobre retorno de inversión reflejan que el mercado empieza a mirar más allá de la fase inicial de expansión exponencial.

En contraste, Europa y Japón enfrentan mayor sensibilidad al shock energético, deterioro en términos de intercambio y menor flexibilidad macroeconómica. Si bien Japón mostró fortaleza reciente, apoyado por flujos globales y estímulos internos, su dependencia energética continúa limitando el potencial relativo. Los emergentes, por su parte, mantienen una elevada dispersión: América Latina y partes de Asia emergente siguen beneficiándose de su rol estratégico en un mundo más fragmentado, aunque continúan expuestos a un dólar fuerte y condiciones financieras más restrictivas.

A nivel táctico, seguimos considerando que el comportamiento del equity en 2026 mantiene características típicas de años electorales de medio término en EE.UU.: mayor volatilidad, correcciones abruptas y shocks idiosincráticos —este año, particularmente vinculados a Irán—, aunque con caídas que hasta ahora han tendido a ser transitorias. Hacia adelante, el principal interrogante no es tanto la resiliencia actual de ganancias, sino cuánto podrá sostenerse este ciclo excepcional de crecimiento corporativo una vez que el impulso de AI capex y liquidez comience a moderarse.

| Commodities

Energía como eje estructural: de shock táctico a desalineamiento persistente

Nuestra visión hacia fines de 2025 ya apuntaba a un problema más profundo que un simple episodio geopolítico: el sistema energético global venía operando con un equilibrio mucho más frágil de lo que asumía el mercado.

- El mercado nunca estuvo realmente en superávit: La narrativa dominante de exceso de oferta —impulsada durante meses por organismos internacionales— nunca terminó de reflejarse en los inventarios. La ausencia de acumulación relevante de stocks mostraba que el mercado operaba prácticamente sin colchón, dejando al sistema vulnerable a cualquier interrupción relevante. En este contexto, shocks como las restricciones en Ormuz no se absorben fácilmente: amplifican tensiones preexistentes.
- A esto se suma una restricción estructural de oferta. Más de una década de baja inversión —explicada por presiones ESG, retornos históricamente débiles y menor peso del sector en índices globales— dejó una capacidad de respuesta limitada. Incluso con precios más altos, la elasticidad de oferta sigue siendo baja y lenta, mientras que el shale estadounidense ya no alcanza para compensar completamente los déficits globales.
- En paralelo, persiste un desalineamiento importante entre mercado spot y curva forward. Mientras los precios inmediatos reflejan escasez y estrés operativo, gran parte de la curva sigue descontando una normalización relativamente rápida. Esto subestima tanto la caída de inventarios como la necesidad futura de recomponer reservas estratégicas en un contexto donde la nueva oferta continúa siendo insuficiente. **A medida que el mercado vuelva a enfocarse en reconstrucción de stocks, el ajuste podría trasladarse hacia tramos más largos de la curva.**

En este marco, la energía deja de ser simplemente un trade táctico y pasa a convertirse en un driver estructural del ciclo macro. Seguimos prefiriendo exposición vía acciones energéticas más que futuros, dado el potencial de suba adicional en compañías vinculadas a producción e infraestructura crítica.

Sin embargo, el shock ya trasciende al petróleo. Las disrupciones en Medio Oriente comienzan a trasladarse hacia fertilizantes y cadenas agrícolas globales, elevando el riesgo de presiones más persistentes sobre alimentos. El encarecimiento del gas y de los costos logísticos amenaza particularmente a cultivos intensivos en fertilizantes, aumentando la probabilidad de menores áreas sembradas y menores rendimientos agrícolas hacia 2027.

A esto se suma un nuevo factor de riesgo: la creciente probabilidad de un evento fuerte de El Niño durante 2026. Las proyecciones climáticas más recientes muestran una alta probabilidad de anomalías climáticas relevantes en Asia, Oceanía y partes de América Latina, afectando especialmente cultivos como cacao, algodón, arroz, trigo y aceites vegetales. Históricamente, estos episodios generan impactos diferidos sobre oferta agrícola, con efectos que suelen intensificarse entre 6 y 12 meses después del pico climático, extendiendo potencialmente las tensiones hacia 2027 y 2028.

La combinación entre balances energéticos ajustados, restricciones en fertilizantes y un posible shock climático refuerza la naturaleza sistémica del actual ciclo de commodities. Más que eventos aislados, comienza a configurarse una convergencia de restricciones de oferta sobre energía, agricultura y transporte global, elevando el riesgo de presiones inflacionarias más amplias y persistentes que las actualmente descontadas por el mercado.

En paralelo, los metales industriales también empiezan a reflejar esta nueva etapa del ciclo. El repunte reciente de aluminio y cobre responde tanto a restricciones de oferta como a la demanda estructural vinculada a electrificación, redes eléctricas e inteligencia artificial. No obstante, este impulso enfrenta límites: si los costos energéticos permanecen elevados por demasiado tiempo, el impacto sobre crecimiento y demanda podría eventualmente frenar parte de la inversión corporativa.

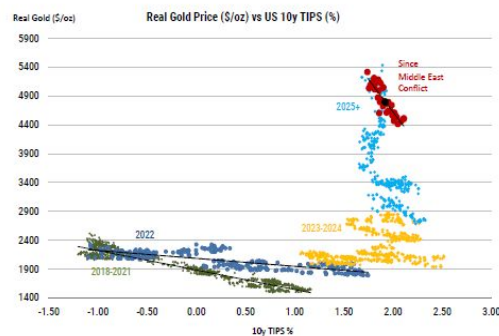
En paralelo, los metales industriales también empiezan a reflejar esta nueva etapa del ciclo. El repunte reciente de aluminio y cobre responde tanto a restricciones de oferta como a la demanda estructural vinculada a electrificación, redes eléctricas e inteligencia artificial. No obstante, este impulso enfrenta límites: si los costos energéticos permanecen elevados por demasiado tiempo, el impacto sobre crecimiento y demanda podría eventualmente frenar parte de la inversión corporativa.

Por último, **el comportamiento reciente del oro refleja la complejidad del entorno actual.** A pesar del conflicto en Medio Oriente, el metal ha mostrado un desempeño relativo más débil frente a otros activos, lo que podría cuestionar su rol tradicional de “safe haven”. Sin embargo, el tipo de shock importa: un shock de oferta —como el energético actual— tiene implicancias distintas sobre tasas reales, reactivando la correlación inversa entre oro y rendimientos reales, tal como se ve en el gráfico.

En el corto plazo también pesaron factores técnicos: ventas de bancos centrales para sostener monedas, salidas de ETFs y menor demanda física en algunos emergentes. Sin embargo, parte de esos flujos comenzó a revertirse recientemente, con reaparición de compras de ETFs y reanudación de acumulación por parte de algunos bancos centrales, particularmente China.

Más allá de la volatilidad táctica, el oro continúa funcionando como colateral estructural dentro del sistema financiero global. Su profundidad y liquidez —que en episodios de estrés pueden generar ventas transitorias— son precisamente las características que sostienen su relevancia estratégica. En un contexto de mayor fragmentación geopolítica, expansión fiscal y diversificación de reservas internacionales, sus fundamentos de largo plazo permanecen intactos.

Exhibit 9: Gold has reconnected with real rates since the start of the Middle East conflict...



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Asset Allocation – mayo 2026

Asset Allocation global	Perspectiva global					Comentarios	
	May-26						
	1 a 6 meses	6 a 12 meses	-	0	+		
Acciones	-	0	+	-	0	+	Tras el fuerte repunte desde finales de 2025, el mercado entra en una fase más frágil del ciclo. En el muy corto plazo esperamos un rebote durante abril. A medida que avanza el año, mayores precios de energía, condiciones financieras más restrictivas y riesgo sobre la actividad económica, podría derivar en una corrección más profunda hacia el tercer trimestre. 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.
Bonos							El liderazgo reciente se ha desplazado hacia la energía tras el shock geopolítico en Medio Oriente. Los metales industriales, que habían registrado subas parábolicas, podrían atravesar una fase de consolidación ante el riesgo de apreciación del dólar. El oro podría retomar su rol activo refugio tras las caídas. El balance de corto plazo sigue siendo favorable para el petróleo.
Materias primas							Los riesgos han aumentado en crédito privado tras varios años de crecimiento. Alternativas líquidas como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante mayor volatilidad macro.
Alternativas							Creemos que estamos muy cerca de un rebote por unces meses, pero la posibilidad de una desaceleración en la actividad y corrección de mercados hacia el tercer trimestre, nos lleva a tener una postura más cauta para un período más largo.
Criptomonedas							Mantenemos exposición en instrumentos proxy de cash con un horizonte de 6 a 12 meses ante riesgos de volatilidad tanto en acciones como bonos.
Cash							
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							El mercado ha mostrado gran resiliencia, impulsado por el ciclo de inversión en inteligencia artificial. Esperamos que tecnología vuelva a liderar durante abril antes de una fase más desafiante hacia la segunda mitad del año.
Europa							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							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							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							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.
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							El ciclo de inversión en inteligencia artificial sigue sólido. Tras la corrección reciente, el sector podría liderar un rebote técnico durante abril, aunque las valuaciones elevadas implican mayor sensibilidad a cambios en tasas o liquidez. Destacamos software vs semis. Cualquier decepción en crecimiento o productividad puede generar caídas.
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 suba del petróleo y alimentos y el posible deterioro del poder adquisitivo comienzan a representar un riesgo para el sector. Consumo frágil. Problemas de accesibilidad y riesgo inflacionario pueden afectar el gasto. Alta sensibilidad a tasas, empleo y políticas públicas.
Financiero							La posible flexibilización regulatoria en positiva. Sin embargo, el ciclo maduro de crédito sugiere mayor cautela. Tensiones en private credit y eventos idiosincráticos (quiebras) podrían escalar. Menos recortes de la Fed implican menor demanda de crédito y actividad en mercados de capitales.
Industriales							Favorecido por tendencias estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e inversión en infraestructura energética. Expuestos 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							Soporte estructural por seguridad de recursos, pero con fuerte componente cíclico. Si EE.UU. entra en una fase madura del ciclo, el margen de mejora es limitado. El dólar y las tasas serán determinantes.
Energía							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							El sector podría recuperar interés a medida que aumenta la volatilidad del ciclo económico.
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							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.
Real estate							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.
Renta fija	-	0	+	-	0	+	
Duration							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 duration.
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							En el corto plazo dominan otros factores: valuaciones exigentes, shock energético, condiciones financieras globales más restrictivas. LatAm continúa mostrando resiliencia relativa. Seguimos más cautos en importadores de energía y en créditos de alto beta.
Materias primas	-	0	+	-	0	+	
Petróleo							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							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. Tras la fuerte corrección, esperamos retome su rol de activo refugio aun en un escenario de tasas reales altas y dólar fuerte.
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							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							Tras la debilidad de los últimos meses, es posible que estemos alcanzando un tope relevante.
Monedas emergentes							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



	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4.43	0.4%	0.4%	0.1%	0.6%	-1.2%
US Aggregate Bond Index	98.95	-0.2%	-0.5%	-1.2%	1.3%	-0.9%
US Treasury3M	3.59	-7.4	-9.9	-8.8	-74.3	-4.6
US Treasury1Yr	3.57	-14.1	-10.9	13.3	-49.6	9.5
US Treasury2Yr	3.93	5.4	14.5	43.4	5.8	45.9
US Treasury10Yr	4.42	4.7	12.4	20.9	3.7	24.8
US Treasury30Yr	5.01	5.3	13.0	16.2	16.8	16.9
Alemania 10Yr	3.01	-3.0	6.3	16.4	47.3	15.2
China 10Yr	1.77	1.8	-4.4	-4.1	13.8	-7.8
Japon 10 Yr	2.48	-2.3	12.2	26.0	115.6	42.2
Sob Bz 10Yr - USD	5.03	7.6	4.0	13.0	-87.0	3.0
IG - 5 YEAR SPREAD	53.3	-1.4	-8.0	2.8	-10.9	3.3
HY - 10 YEAR SPREAD	257.0	-2.0	-38.0	20.0	-92.0	21.0
EMBI Global Spread	214.4	-10.6	-42.8	-8.7	-107.2	-17.0
Acciones						
MSCI World	4740.9	1.4%	6.3%	4.7%	27.9%	7.0%
VIX	17.1	0.6%	-18.7%	-3.7%	-23.9%	14.4%
S&P500	7337.1	1.8%	8.2%	5.8%	29.5%	7.2%
Nasdaq	25806.2	3.7%	14.0%	12.0%	43.9%	11.0%
Russell 2000	2839.6	1.4%	8.4%	6.3%	40.1%	14.4%
Russell Value	2281.7	0.3%	4.5%	3.2%	25.3%	10.1%
Russell Growth	4940.3	2.9%	10.7%	7.4%	30.8%	3.7%
MSCI Europa Desarrollados	67.2	0.9%	1.4%	-0.2%	18.6%	4.8%
Eurostoxx	67.2	1.9%	2.5%	-0.2%	17.5%	4.1%
Dax	24460.3	0.7%	1.6%	-1.1%	4.7%	-0.1%
FTSE	10247.5	-1.3%	-3.4%	-1.2%	20.1%	3.2%
MSCI Japón	91.0	2.1%	1.8%	1.8%	26.9%	12.7%
Nikkei	62713.7	3.6%	11.4%	15.6%	69.8%	24.6%
MSCI Mercados Emergentes	1723.9	7.6%	12.0%	14.4%	52.1%	22.8%
MSCI China	81.6	3.7%	2.5%	-2.6%	12.3%	-1.7%
Shangai (in CNY)	4180.0	2.5%	4.6%	2.8%	24.7%	5.3%
MSCI India	49.8	0.8%	1.1%	-6.5%	-3.3%	-7.8%
MSCI Brasil	1996.1	0.2%	-1.8%	3.3%	43.5%	21.3%
Ibovespa (in BRL)	183218.3	-0.8%	-4.7%	0.1%	34.5%	13.7%
MSCI Mexico	8592.1	5.2%	1.4%	0.5%	41.3%	15.6%
MSCI Argentina	92.5	1.5%	-2.3%	-0.7%	6.2%	1.2%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	97.9	-0.3%	-1.2%	0.3%	-2.7%	-0.4%
Euro	1.18	0.4%	0.9%	-1.2%	4.8%	0.2%
Pound Sterling	1.36	0.3%	1.7%	-0.6%	2.8%	1.1%
Yen	156.7	0.2%	-0.5%	-0.5%	-7.4%	0.0%
Renminbi	6.80	0.4%	1.7%	1.7%	6.1%	2.7%
Real	4.92	0.6%	5.2%	5.2%	14.3%	10.4%
Peso Mexicano	17.2	1.3%	-0.2%	-0.2%	11.8%	4.3%
Sol	3.46	1.4%	-3.0%	-3.0%	5.1%	-2.9%
CL Peso	894.5	0.6%	-4.9%	-4.9%	5.5%	0.7%
CO Peso	3736.7	-2.7%	-1.7%	-1.7%	12.8%	1.0%
Bitcoin	79824.5	1.2%	11.8%	13.0%	-22.2%	-8.9%
Ethereum	2282.8	-2.0%	3.3%	9.1%	4.4%	-23.3%
Commodities						
S&P Commodity index	5550.7	-3.9%	5.7%	31.3%	55.7%	41.7%
Petroleo (Brent)	100.5	-7.1%	6.1%	47.7%	60.0%	65.2%
Petroleo (WTI)	94.9	-6.9%	0.5%	49.3%	58.4%	65.2%
Soja, cUS/bushel	1177.0	-0.4%	1.6%	5.5%	14.2%	14.2%
Trigo, cUS/bushel	601.8	-3.5%	0.6%	13.6%	16.2%	18.7%
Maiz, cUS/bushel	454.0	-3.0%	1.5%	5.5%	3.4%	3.1%
Oro, \$/oz	4718.4	2.3%	0.0%	-6.7%	42.7%	9.2%
Plata, \$/oz	80.4	6.7%	8.5%	-3.6%	147.7%	12.2%
Iron Ore CNY/ton	840.5	4.2%	3.8%	4.0%	9.9%	4.1%
LME Lithium Hydroxide CIF	22310.0	8.8%	13.0%	34.0%	158.7%	98.8%
Aluminium, \$/tonne	3493.0	0.1%	0.5%	13.2%	46.6%	16.6%
Lead, \$/tonne	1982.0	1.7%	1.8%	1.1%	1.3%	-1.4%
Nickel, \$/tonne	19143.0	-0.7%	13.0%	12.0%	23.1%	15.0%
Tin, \$/tonne	54691.0	12.2%	19.0%	17.1%	72.9%	34.9%
Zinc, \$/tonne	3458.5	4.4%	4.6%	3.4%	32.2%	10.9%
Cobre, \$/tonelada	13347.5	3.0%	9.0%	3.2%	41.2%	7.1%

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.