

| Visión de mercado

El mundo entra en una fase más incómoda: energía, tasas y política vuelven a dominar el ciclo

- El escenario global está entrando en una etapa en la que **el shock energético empieza a trasladarse desde los mercados de commodities hacia la inflación, las tasas y la política económica.**
- **Los datos económicos de Estados Unidos sorprendieron al alza durante septiembre, sorteando tanto los altos rendimientos de los bonos como el elevado costo de la energía.** Así lo refleja la Fed de Atlanta, que ahora espera un crecimiento de 3,7% para el tercer trimestre, acelerándose desde el 2,2% del segundo. El mercado laboral se está enfriando, mientras la inflación sigue elevada pero no empeoró. El mes dejó un cambio importante en la Reserva Federal, que no solo elevó finalmente la tasa 25 puntos básicos, sino que endureció su discurso, confirmando que las subas continuarán de ser necesario.
- Las **elecciones de medio término** ganan relevancia para los mercados, con una mayor probabilidad de un Congreso demócrata que podría anticipar hacia 2029 más regulación, una política fiscal expansiva y mayor presión sobre los Treasuries.
- **Europa** enfrenta el problema opuesto, con inflación acelerándose por energía justo cuando el crecimiento sigue siendo frágil. **Japón** muestra una inflación que sube con una actividad que se mantiene firme, mientras que **China** comienza a apoyarse nuevamente en políticas contracíclicas para sostener la actividad.
- **En términos de asset allocation, mantenemos una visión constructiva sobre los activos de riesgo para los próximos meses,** condicionada a que la economía no muestre nuevas señales de recalentamiento. El dato de empleo de viernes comenzaría a confirmar esta tesis auspiciando que la Reserva Federal no necesite tantas.
- **La mejora de las ganancias continúa dando soporte a la renta variable,** mientras la estacionalidad entra en una fase históricamente favorable. El principal riesgo para el bull market sería que un shock petrolero obligara a la Fed a subir las tasas de forma agresiva y repetida, provocando una inversión de la curva y eventualmente una recesión; mientras eso no ocurra, esperamos que cualquier corrección de las acciones sea temporal y no un cambio de tendencia.
- **La renta variable vuelve a mostrar un liderazgo más concentrado en las MAG7 y tecnología,** impulsado por las expectativas en torno a la inversión en inteligencia artificial. Seguimos invertidos en el sector, pero **mantenemos nuestra exposición a small caps y value,** que permite diversificar un mercado cuyo liderazgo vuelve a concentrarse en los grandes ganadores de la AI.

- **Mantenemos una visión positiva en mercados emergentes.** La Fed agrega presión, pero no cambia el escenario de fondo. Tasas reales altas, inflación controlada y valuaciones atractivas ofrecen un colchón.
- **América Latina sigue siendo una de nuestras regiones preferidas, con Brasil como principal apuesta,** apoyado por baja de tasas, ganancias resilientes y valuaciones atractivas. Más allá de la volatilidad que puedan traer las elecciones, el impulso vendría del proceso de baja de tasas sobre la actividad y de los flujos hacia acciones brasileñas.
- En **China**, mantenemos una exposición más selectiva, enfocada en tecnología, donde la tesis depende del proceso de transformación estructural y la creciente competitividad global, pese a la reciente corrección.
- **Los rendimientos del Tesoro americano se mantienen altos por razones estructurales,** pero la magnitud de la suba en setiembre fue extraordinaria: el de 10 años sumó 50 puntos básicos hasta 5,29%, su nivel más alto desde 2007, y el de 30 años llegó a 5,6%. Tan importante como la magnitud es la velocidad del ajuste. **Aun en estos niveles seguimos cautos en duration:** sin una desaceleración económica, los factores que empujaron las tasas siguen vigentes: déficit y deuda, competencia por el financiamiento de la IA y presiones inflacionarias.
- **El crédito, además, dejó de ignorar la tasa.** El spread del High Yield se amplió cerca de 40 puntos básicos, la primera ampliación relevante del año. La presión se concentra en los créditos de menor calidad, mientras investment grade permanece estable, señalando una mayor dispersión dentro del mercado.
- **El carry sigue siendo el principal argumento a favor de la deuda emergente,** que por fundamentos más sólidos no sufrió una ampliación significativa de spreads. Mantenemos la preferencia **por deuda en dólares y en moneda local**, donde los rendimientos reales continúan siendo atractivos.
- El **dólar** se fortaleció con el cambio de discurso de la Fed y castigó a los metales preciosos. Creemos que los rendimientos de deuda marcaron un pico momentáneo, por lo que el dólar **debería retomar su tendencia a la baja**, apoyado también por una eventual apreciación gradual del yen.
- **Con esa perspectiva los commodities siguen siendo una de nuestras principales convicciones.** Si bien Irán parece más dispuesto a negociar una apertura del estrecho de Ormuz, los bajos inventarios del crudo pero sobre todo productos refinados más la necesidad de reconstruir reservas estratégicas, no creemos que el petróleo vuelva pronto a los niveles previos al conflicto. Ampliamos el foco hacia agricultura.
- **Los alternativos líquidos siguen siendo relevantes para diversificar el riesgo,** ya que no están correlacionados con las dinámicas de mercado. Su rol se vuelve más importante en un entorno de valuaciones exigentes y tasas largas con sesgo alcista.

Situación macro

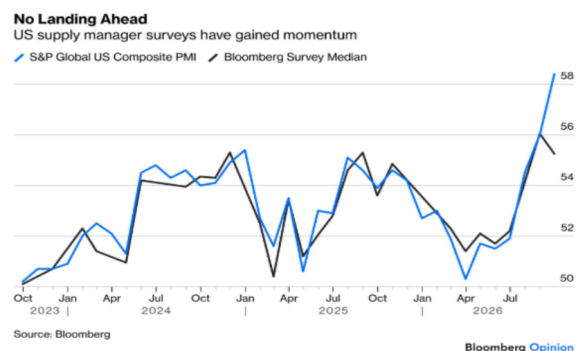
El mundo entra en una fase más incómoda: energía, tasas y política vuelven a dominar el ciclo

El escenario global está entrando en una etapa en la que **el shock energético empieza a trasladarse desde los mercados de commodities hacia la inflación, las tasas y la política económica**. Estados Unidos ofrece una señal distinta: el mercado laboral se está enfriando, mientras la inflación subyacente muestra cierta moderación. Europa enfrenta el problema opuesto, con inflación acelerándose por energía justo cuando el crecimiento sigue siendo frágil. China, en cambio, comienza a apoyarse nuevamente en políticas contracíclicas para sostener la actividad.

El principal riesgo para los mercados es, por tanto, que **el shock energético obligue a los bancos centrales a mantener una política restrictiva durante más tiempo, incluso cuando el crecimiento pierde fuerza**.

EE.UU. en medio de un consumidor más cauteloso, inflación alta pero estable y un mercado laboral más débil.

La mayor parte del mes estuvimos en un marco de 'buenas noticias son malas noticias' en lo económico con el temor de un recalentamiento en la economía que descalce a la inflación. Esto se vio claramente con el dato de PMI compuesto de S&P Global subió a 58,4 desde 56,0, la expansión más fuerte de la actividad privada desde julio de 2021, con servicios en 58,7 y manufacturas en 57,0. El PBI del segundo trimestre se revisó a 2,2% y la Fed de Atlanta espera 3.7% para el tercer trimestre. **Pero ciertos indicadores recientes muestran que tal vez en el cuarto trimestre veamos una desaceleración de la mano del consumo.**



Sobre la base de un trimestre que cierra con mucha fortaleza en la actividad, la Reserva Federal subió la tasa de referencia 25 puntos básicos hasta el rango de 3,75%-4,00% en una decisión unánime. El dato verdaderamente relevante para los mercados fue el cambio en la trayectoria con dieciséis de dieciocho participantes ven al menos una suba más. Desapareció el recorte de 2027: el primero recién aparece en 2028. El discurso de Warsh reafirmó este cambio hacia una política monetaria más dura.

Sin embargo, la pregunta relevante es si el consumo se va a deteriorar. El índice de confianza del Conference Board cayó a 81,9 en septiembre desde 88,6 aunque los datos duros del consumo todavía no acompañan ese pesimismo. El gasto personal de agosto creció 0,9% pero el ingreso personal avanzó apenas 0,2%. La diferencia se financió con ahorro: la tasa de ahorro cayó a 4,1%.

El mercado laboral venía siendo el sostén de la economía, pero parecería empezar a ceder en el margen. Las vacantes (JOLTS) cayeron a 7,1 millones en agosto desde 7,3 millones en julio y el informe de empleo de septiembre mostró una desaceleración del mercado laboral mayor a la esperada con 29k creación de empleo frente a 90k esperado y se revisaron a la baja 60k de meses anteriores. Pero lo más relevante del reporte fueron salarios creciendo solo 0.1% por debajo de la inflación.



La combinación de menor creación de empleo, salarios más débiles y mayor oferta laboral es favorable desde el punto de vista desinflacionario, pero no para el consumo futuro.

El deflactor del PCE de agosto, publicado el 30 de septiembre, subió 0,3% mensual y 3,4% interanual, y el núcleo apenas 0,2% mensual y 3,0% interanual, contra un consenso de 3,7% y 3,3% pero en línea con el dato previo revisado. La inflación realmente no baja sino más bien que se mantiene en niveles altos.

Pero podemos llegar a ver un repunte en el dato de septiembre con costos de la energía que subieron. De hecho, un indicador más adelantado, el componente de precios pagados del ISM manufacturero saltó a 77,9 desde 71,1, un nivel que históricamente anticipa traslado a precios finales.

Midterms: el mercado empieza a mirar más allá de 2026

La política estadounidense se está convirtiendo en otro factor relevante para los activos. Los sondeos muestran una ampliación de la ventaja demócrata.

El escenario que el mercado debe empezar a contemplar es un **Congreso controlado por los demócratas**, aunque el resultado del Senado continúa siendo más incierto. La importancia económica no estaría tanto en cambios legislativos inmediatos —la presidencia de Trump limitaría la capacidad de avanzar con legislación partidaria— sino en cómo el mercado comenzaría a anticipar el escenario político posterior a 2028.

Un Congreso demócrata implicaría mayores controles y presión regulatoria sobre tecnología, sector financiero y combustibles fósiles, además de una política fiscal probablemente poco proclive a la consolidación. El espacio para acuerdos podría concentrarse en intercambios entre mayor gasto social y las prioridades de defensa de la administración, con pocos incentivos para financiar completamente ese gasto mediante aumentos de impuestos o recortes.

Eso podría mantener el déficit elevado y complicar nuevamente la tarea de la Fed. Más estímulo fiscal en una economía todavía resistente prolongaría la presión sobre la demanda, mientras una mayor emisión de deuda podría aumentar la prima exigida por los inversores en Treasuries.

Para las acciones, el resultado es menos claro. El tradicional rally posterior a las midterms no estaría garantizado si el mercado empieza a descontar mayor incertidumbre fiscal y un escenario político más intervencionista. En cambio, un Congreso dividido podría preservar el grado de parálisis legislativa que históricamente ha reducido los riesgos de cambios bruscos de política económica.

Europa: el shock energético pone al BCE frente a un dilema

La inflación de la Eurozona saltó a 3,8% interanual en septiembre desde 3,2%, el nivel más alto desde septiembre de 2023 y por encima del 3,6% esperado. Muy explicado por la energía que subió 18,8% con lo que la inflación núcleo apenas se movió de 2,4% a 2,5%. Es un shock de precios relativos, no una inflación generalizada.

Con ese dato, el Banco Central Europeo que ya había subido 25 puntos básicos el 10 de septiembre hasta 2,50% queda casi obligado a volver a subir el 29 de octubre: el mercado le asigna más de 90% de probabilidad.

Lo llamativo es que la actividad no marca un deterioro. El PMI compuesto subió a 53,1 desde 52,0 y el manufacturero a 52,9, su mejor nivel desde mayo de 2022. El PBI del segundo trimestre se revisó al alza a 0,6% trimestral. Mirando para adelante, el punto de vulnerabilidad es el gas que cotiza a 73 euros por MWh, 132% por encima de un año atrás, con los almacenamientos en 71% de capacidad contra un promedio de cinco años de 87%. Europa entra al invierno con menos colchón y precios al doble con lo cual de ser un invierno frío puede ser muy vulnerable.

Japón: menos incentivos para invertir en el exterior

El Banco de Japón subió la tasa 25 puntos básicos hasta 1,25% el 18 de septiembre, por 7 votos a 2, el nivel más alto desde abril de 1995 y con el intervalo más corto entre subas desde 1990. Los dos disidentes querían ir más rápido.

El dato que fuerza la mano del Banco de Japón es la inflación de Tokio de septiembre, que se aceleró a 2,7% desde 1,9%, con el núcleo en 3,0%. La encuesta de actividad Tankan del tercer trimestre acompaña: las grandes manufactureras marcaron +24, máximo de confianza en ocho años, atribuido a la demanda vinculada a inteligencia artificial, con planes de inversión fija de +11,6% para ese grupo. El PBI del segundo trimestre se revisó al alza a 1,4% anualizado.

Así y todo, el yen cerró en 157,7 por dólar, más débil en el mes pese a la suba de tasas, y devolvió casi toda la mejora de la intervención conjunta con el Tesoro estadounidense de fines de julio.

El JGB a 10 años en 3,06%, máximo de casi tres décadas. Japón funcionó durante una generación como el piso de las tasas globales y como fuente de financiamiento del carry trade que sostuvo parte de la demanda por deuda estadounidense. Este nivel de rendimientos pone en riesgo esa demanda.

China: el estímulo vuelve a ganar protagonismo

Los PMI de septiembre devolvieron a China a terreno expansivo: el manufacturero oficial subió a 50,1 desde 49,8 tras dos meses de contracción, el no manufacturero a 50,2 desde 49,0 y el compuesto a 50,7. Las exportaciones crecieron 25,0% interanual en agosto, y los envíos a Estados Unidos subieron 34,4%, traccionados por la construcción de infraestructura global de inteligencia artificial.

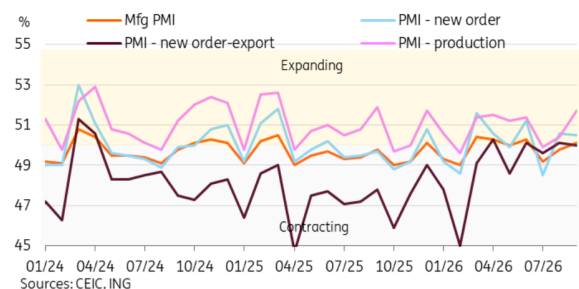
La mejora refleja una recuperación de la producción y de los nuevos pedidos, aunque la demanda doméstica y el sector inmobiliario continúan siendo los principales puntos débiles.

La inversión cayó 19,9% en los primeros ocho meses, los inicios de obra 24,8% y las ventas 13,0%. Hay, eso sí, señales de estabilización en el margen de los precios de vivienda nueva en ciudades de primer nivel caen 'solo' 0,9% interanual.

Beijing está respondiendo con un giro hacia mayor apoyo cíclico. El 30 de septiembre las autoridades respondieron con un recorte de la tasa a 1,50%, ampliación de cuotas de re-préstamo y un subsidio de un punto porcentual sobre hipotecas para compradores de primera vivienda. **El mensaje es claro: ante la debilidad del consumo y la inversión, China vuelve a priorizar estabilización sobre reformas estructurales.**

Además, la relación con Estados Unidos se estabilizó temporalmente. la cumbre Xi-Trump del 24 de septiembre extendió la tregua hasta el 10 de enero de 2027 y el 29 de septiembre se anunciaron rebajas arancelarias recíprocas sobre unos 60.000 millones de dólares de comercio. No se resolvió nada de fondo: ni Taiwán, ni tierras raras, ni un acuerdo integral. Para los mercados, parece más importante **la reducción del riesgo de una escalada comercial a la firma de nuevos acuerdos puntuales.**

En síntesis, el mapa global se está bifurcando: Estados Unidos muestra señales de enfriamiento que permiten a la Fed ganar tiempo; China vuelve a estimular; y Europa enfrenta una inflación energética que amenaza con mantener al BCE restrictivo. Para los mercados, el punto de convergencia es uno solo: **el petróleo y los Treasuries**. Si el shock energético se intensifica, puede reabrir simultáneamente el riesgo de inflación, tasas más altas y menor crecimiento, convirtiéndose en el principal obstáculo para la continuidad del ciclo alcista.



Mercados financieros – Renta Fija

El mercado de bonos cambia de régimen: la presión sobre las tasas se globaliza

Venimos advirtiendo que el escenario de **tasas estructuralmente más altas** no depende únicamente de la política monetaria de la Fed. Setiembre ofreció una señal particularmente fuerte: el Treasury a 10 años subió cerca de 50 puntos básicos hasta 5,29%, su nivel más alto desde 2007, mientras el 30 años alcanzó 5,6%. La magnitud del movimiento importa, pero también su velocidad: cuanto más rápido se ajustan los rendimientos, mayor es el riesgo de que el shock afecte otras partes del sistema financiero.

Desde nuestra perspectiva, **es importante separar la tendencia secular del movimiento reciente**. El sesgo estructural de las tasas es alcista por factores difíciles de revertir rápidamente: envejecimiento demográfico, menor globalización y, cada vez más, una creciente competencia por el capital. El problema no es necesariamente que las tasas sean altas, sino que el ajuste sea demasiado rápido para que gobiernos, empresas e inversores puedan absorberlo ordenadamente.

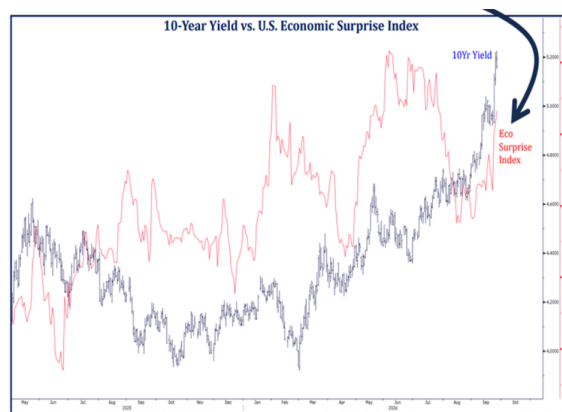
En Estados Unidos, el movimiento del tramo largo tampoco parece explicarse únicamente por un deterioro de las expectativas de inflación. De hecho, las expectativas efectivamente repuntaron, aunque sin alcanzar los máximos de abril cuando tuvimos el shock inicial del petróleo.

La prima por plazo también aumentó, reflejando una mayor compensación exigida por los inversores para mantener deuda de largo plazo, aunque **en las últimas semanas no parece haber acompañado en la misma magnitud la suba de los rendimientos nominales**.

Esto deja un componente importante explicado por el aumento de las tasas reales, que refleja en mayor medida las perspectivas de crecimiento y la creciente competencia por el capital. En otras palabras, **la reciente presión sobre las tasas largas parece estar vinculada menos a un nuevo shock inflacionario y más a la fortaleza de la economía, la mayor oferta de deuda y la demanda de capital asociada a la inversión en IA**.

El componente fiscal es especialmente relevante. La deuda pública estadounidense ya supera los US\$40 billones, mientras las empresas están emitiendo deuda a escala global para financiar la inversión vinculada a IA. En otras palabras, el mercado de bonos enfrenta simultáneamente más oferta de deuda y mayor competencia por el capital. Esta dinámica puede mantener elevado el term premium incluso si la Fed comienza a flexibilizar su política.

El riesgo, por tanto, ya no es exclusivamente estadounidense. El fuerte aumento de los rendimientos de Treasuries está transmitiéndose a Europa, donde las cuentas fiscales ofrecen un punto de vulnerabilidad adicional. Francia es el ejemplo más evidente: el OAT a 10 años llegó a 4,92%, mientras el diferencial frente al Bund alemán se acercó a niveles asociados con la crisis soberana de 2011. El presupuesto francés para 2027 también fue considerado demasiado optimista por el organismo



Crisis Spreads

French bonds are pricing a second euro-zone crisis

Spread of 10-Year French OATS Over Germany Bund Yields



Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

fiscal independiente, aumentando el riesgo de nuevas presiones sobre el déficit.

El Reino Unido enfrenta una dinámica similar: mayores costos de financiamiento están reduciendo el margen de maniobra fiscal, mientras en Europa los movimientos de los bonos pueden retroalimentarse a través de una dinámica de **reflexividad**: mayores rendimientos elevan el costo de financiamiento, deterioran las perspectivas fiscales y, a su vez, justifican mayores primas exigidas por los inversores.

En definitiva, seguimos **cautos en duration**. Una desaceleración económica significativa sería el catalizador más claro para revertir la presión sobre las tasas largas. Mientras eso no ocurra, los factores estructurales —déficit, deuda, inflación y competencia por capital— siguen apuntando a un régimen de rendimientos elevados. El riesgo que venimos señalando, por tanto, no es simplemente que las tasas suban: es que **el ajuste de los bonos estadounidenses termine exponiendo fragilidades fiscales y financieras en el resto del mundo**.

Crédito: el estrés empieza a concentrarse en la parte débil

El crédito dejó de ignorar la tasa. El spread del **High Yield se amplió cerca de 40 pb**, la primera ampliación relevante del año. Sin embargo, el movimiento no representa todavía un deterioro generalizado: los spreads de *investment grade* permanecen cerca de mínimos históricos y los balances corporativos siguen relativamente sólidos, con la deuda empresarial sobre PIB cerca de mínimos de una década. A esto se suma una mejora en la calidad crediticia: las rebajas de rating representaron 42% de los cambios en septiembre, mientras la tasa de default cayó de 5,2% en enero de 2025 a 3,7% en junio.

La señal más relevante aparece en el extremo inferior del mercado. Los spreads de bonos CCC se han separado fuertemente de los single-B, llevando el diferencial entre ambos a unos **799 pb**, cerca del máximo de los últimos tres años y muy por encima de su mediana de 575 pb. El problema se concentra en compañías altamente apalancadas que deben refinanciar deuda a costos significativamente mayores, particularmente en sectores como tecnología, salud y consumo discrecional.

Esto sugiere que **el mercado no está anticipando una crisis generalizada de crédito, sino una creciente dispersión según la calidad del emisor**. Las compañías con balances sólidos y deuda a tasa fija siguen relativamente protegidas, mientras que las más apalancadas enfrentan de lleno el mayor costo de financiamiento.

En High Yield, los fundamentos siguen siendo razonablemente favorables —menores defaults, mayor peso de bonos BB y menor duración—, pero **las valuaciones ofrecen poco margen de seguridad**. Con spreads en torno a 275 pb, apenas en el percentil 4% de los últimos diez años, el retorno dependerá más del *carry* que de una nueva compresión de spreads. Por eso, mantenemos una postura selectiva: **el riesgo está menos en un deterioro general del crédito que en una ampliación de la brecha entre emisores fuertes y débiles a medida que las refinanciaciones se vuelven más costosas**.

Deuda emergente: el carry amortigua el shock de tasas

El carry sigue siendo el principal argumento a favor de la deuda emergente. **Aunque la reciente suba de Treasuries, explicada principalmente por tasas reales, es históricamente el tipo de shock que más**

presión genera sobre EM, los spreads soberanos todavía no muestran un deterioro significativo. Los fundamentos más sólidos y los elevados rendimientos ofrecen un colchón frente a condiciones financieras globales más restrictivas.

El riesgo, sin embargo, ha aumentado. El Treasury a 2 años ya acumula una suba cercana a **50 pb en el último mes**, acercándose a niveles que históricamente estuvieron asociados con episodios de estrés en mercados emergentes. Pero una ampliación significativa de spreads normalmente requirió también **un dólar más fuerte y una caída de las acciones**, una combinación que todavía no se observa. Por eso, el escenario base sigue siendo de mayor volatilidad, pero no de un deterioro generalizado.

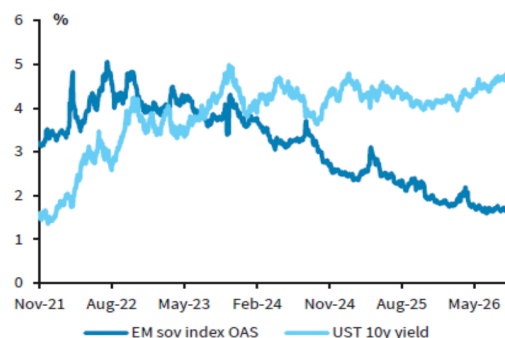
En **deuda en dólares**, el carry continúa siendo atractivo, aunque los spreads ajustados dejan menos margen de seguridad.

En **moneda local**, los rendimientos nominales y reales siguen siendo muy superiores a los de los mercados desarrollados y, además, las tasas largas emergentes han mostrado una resiliencia inusual frente a la reciente corrección en la deuda desarrollada. Esto refleja, en parte, una mejora relativa de la sostenibilidad fiscal: en promedio, los países emergentes presentan hoy una perspectiva fiscal de mediano plazo más favorable que los países desarrollados, el apoyados por mercados de bonos locales más profundos y una mayor disciplina de mercado.

Brasil concentra buena parte del interés en tasas locales. La combinación de tasas reales elevadas, un amplio diferencial frente a EE.UU. y una desaceleración de la actividad permite margen para nuevos recortes del BCB. El principal riesgo está en el frente fiscal y electoral: una mejora de las expectativas podría generar una compresión importante de tasas, mientras que la ausencia de avances mantendría elevada la prima de riesgo.

Mantenemos la preferencia por deuda en dólares y moneda local, pero con mayor selectividad. Con las valuaciones ya ajustadas, el retorno dependerá cada vez más del **carry, los fundamentos fiscales y la selección de países**, más que de una nueva compresión generalizada de spreads.

FIGURE 36. EM spreads have been remarkably resilient as rates have surged...



Renta Variable

Renta variable estadounidense: las ganancias sostienen al mercado mientras se diversifica el liderazgo

La renta variable global atraviesa una fase de consolidación, pero el comportamiento subyacente continúa siendo más constructivo. El crecimiento económico y la productividad impulsada por AI siguen ofreciendo un soporte fundamental para las acciones, mientras el mercado continúa ampliando sus fuentes de rendimiento. Este entorno nos lleva a mantener una visión positiva sobre la renta variable y considerar que el bull market puede extenderse bien entrado 2027, aunque probablemente con correcciones periódicas.

En **Estados Unidos**, el S&P 500 avanza poco desde junio, mientras las estimaciones de ganancias siguen mejorando y el P/E forward se ubica cerca de 19x. En tecnología, el ajuste de valuaciones ha sido aún más significativo: el múltiplo cayó de 32x a 21x, mientras las expectativas de crecimiento de ganancias aumentaron cerca de 20% en tres meses. Esto ha reducido considerablemente la prima relativa del sector.

El principal cambio es que las ganancias han tomado el relevo de la expansión de múltiplos como sostén del mercado. Como muestra el gráfico, mientras las valuaciones se han ajustado, las expectativas de crecimiento de ganancias han seguido mejorando. **La mejora de resultados también se ha ampliado más allá de las grandes tecnológicas**, con crecimiento de dos dígitos en las ganancias medianas del Russell 3000 y revisiones del S&P 500 cerca de máximos del ciclo. Al mismo tiempo, después de un período de mayor dispersión, **las Magnificent Seven han recuperado protagonismo y vuelven a concentrar buena parte del liderazgo del mercado.**

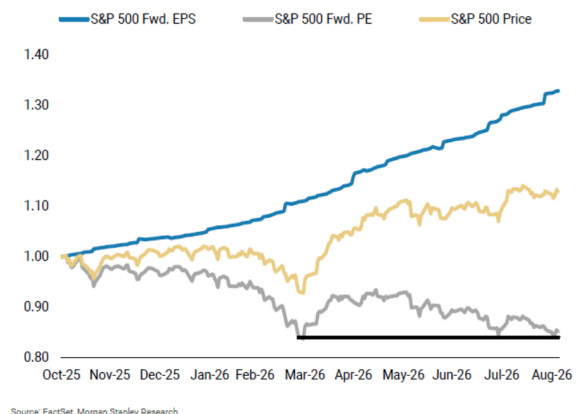
El renovado liderazgo de las MAG7 no necesariamente implica un cambio en nuestra visión sobre tecnología. Seguimos invertidos en el sector, pero consideramos que **las expectativas de crecimiento y monetización son especialmente elevadas en los grandes beneficiarios de la AI.** Los hyperscalers continúan aumentando fuertemente el capex, mientras que la depreciación asociada comenzará a pesar sobre las ganancias. A esto se suma un costo de financiamiento creciente y una mayor competencia de modelos abiertos con costos significativamente menores.

Esta transición está modificando también los ganadores dentro de la temática de AI. Las compañías vinculadas directamente a infraestructura y semiconductores han perdido parte del liderazgo frente a software y servicios.

El mercado parece avanzar hacia una segunda etapa de la temática, en la que productividad, generación de caja, ingresos recurrentes y capacidad de monetización serán más importantes que simplemente vender chips, servidores o capacidad de cómputo.

La principal señal de cautela es el deterioro en la amplitud. Si continúa, los indicadores alcanzarían niveles observados en el piso del bear market de 2022, el mínimo de Q4 de 2023 y abril de 2025. Sin embargo, estos niveles históricamente también han coincidido con oportunidades de recuperación cuando las tasas dejan de subir. Por ahora, el mercado no muestra características propias de una recesión o un evento crediticio sistémico: los márgenes corporativos permanecen sólidos, las grandes compañías tecnológicas generan abundante caja y los emisores de mayor calidad mantienen acceso al financiamiento.

El entorno estacional también resulta favorable. Octubre inicia históricamente el tramo de siete meses más positivo del ciclo presidencial, mientras que el S&P 500 ha terminado octubre en terreno positivo cerca del 74% de las veces desde 1950. Esta estacionalidad constituye un elemento de soporte adicional, aunque su relevancia dependerá de la evolución de las tasas y de que la economía no muestre nuevas señales de recalentamiento.



En este contexto, mantenemos una visión constructiva sobre la renta variable para los próximos meses. Creemos que las MAG7 puede seguir liderando, pero seguimos buscando diversificación a través de **pequeñas compañías y value**. La corrección del Russell 2000 y su mayor sensibilidad al costo del capital no invalidan su atractivo relativo: las valuaciones continúan siendo bajas y una estabilización de las tasas podría favorecer una ampliación del mercado.

¿Dónde están los principales riesgos?

El principal riesgo para esta visión positiva está ahora en el mercado de bonos. La fuerte venta de Treasuries desde junio contrasta con una reacción mucho más contenida de las acciones. En episodios anteriores —octubre de 2022, octubre de 2023, abril de 2024 y abril de 2025— las caídas bursátiles ayudaron a frenar las ventas de bonos y provocaron descensos importantes en las tasas. Esta vez, el S&P 500 y el Nasdaq 100 prácticamente se han mantenido estables, mientras el Dow Jones corrigió apenas 5%.

La pregunta es cuánto más pueden absorber las acciones si las tasas largas continúan subiendo. El mercado ha soportado un Treasury a 10 años en torno a 5,3%, pero un movimiento hacia 5,5% o más podría generar una corrección adicional. Aun así, esperamos una corrección más que un cambio de tendencia: una caída de las acciones podría terminar provocando un descenso de las tasas y permitir una recuperación.

El riesgo más serio sería una Fed que responda al shock de oferta con un endurecimiento excesivo. El nuevo enfoque de evitar efectos de segunda y tercera ronda podría llevarla a comprimir la demanda ante shocks como un fuerte aumento del petróleo o de los aranceles. Históricamente, este tipo de endurecimiento no ha terminado bien.

El petróleo es otro riesgo clave. La producción del Golfo se está contrayendo con fuerza y la producción saudí habría caído casi un tercio, mientras las importaciones chinas se redujeron cerca de 50% desde el inicio de la guerra con Irán. Si China vuelve al mercado, el crudo podría dispararse, con un escenario de USD 150 por barril o más.

Sin embargo, **el verdadero riesgo para el bull market no sería simplemente un petróleo más caro, sino que un shock energético provoque una respuesta monetaria excesivamente restrictiva.** La curva de Treasuries será una señal clave: una suba del tramo corto que termine invirtiéndola elevaría significativamente el riesgo para la renta variable. **Mientras la Fed no necesite endurecer agresivamente y la productividad impulsada por AI continúe sosteniendo las ganancias, mantenemos una visión constructiva sobre las acciones estadounidenses.**

Renta variable emergente: el shock de la Fed no cambia la tesis

Mantenemos una visión positiva en mercados emergentes. El mercado ahora descuenta 3-4 subas de tasas de la Fed en los próximos 12 meses, elevando la incertidumbre para los mercados emergentes. La volatilidad sigue siendo baja en términos históricos, dejando margen para una mayor corrección si el dólar se fortalece. Sin embargo, el shock no invalida la tesis estructural: **la expansión de múltiplos probablemente quedó atrás y los retornos dependerán más de las ganancias.** Por su parte, la inflación sigue contenida, las tasas reales se mantienen elevadas y ofrecen margen de maniobra a los bancos centrales. Además, las valuaciones mantienen un importante colchón, con emergentes cotizando muy por debajo de mercados desarrollados.

Brasil: ciclo favorable y asimetría electoral

Brasil combina un ciclo macroeconómico que mejora, una política monetaria que se vuelve menos restrictiva, **ganancias corporativas resilientes y valuaciones todavía bajas**. A esto se suma la primera vuelta de las elecciones presidenciales del domingo 4 de octubre, que introduce una fuente adicional de volatilidad y potencial revaluación de los activos brasileños.

La economía ha demostrado una resiliencia considerable pese a uno de los ciclos monetarios más restrictivos de las últimas décadas. El crecimiento se modera sin un ajuste brusco del consumo o del mercado laboral, mientras la desinflación, la apreciación del BRL y la menor utilización de capacidad deberían permitir al BCB continuar reduciendo la Selic. La principal condición es que la inflación y las cuentas fiscales permitan una reducción sostenible de las tasas, todavía muy elevadas en términos reales.

El segundo soporte son las ganancias. Los términos de intercambio continúan siendo favorables, con los commodities respaldando exportaciones e ingresos corporativos, mientras las expectativas de ganancias forward han mejorado. Esto resulta especialmente relevante porque el potencial alcista no depende exclusivamente de una expansión de múltiplos.

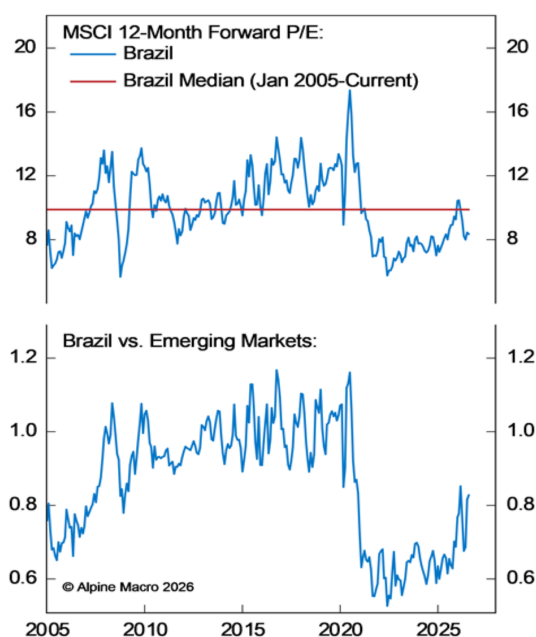
Las valuaciones ofrecen además margen para un *re-rating*: el mercado cotiza alrededor de **8x ganancias forward**, entre los niveles más bajos de los mercados globales. Una caída de las tasas largas y una reducción de la prima de riesgo podrían generar una transmisión significativa hacia los múltiplos.

Las elecciones agregan **asimetría al escenario**. La competencia entre Lula y la oposición mantiene abierto el resultado y, en cualquier escenario, la capacidad del próximo gobierno para avanzar en consolidación fiscal será determinante para una reducción sostenible de las tasas. Una eventual mayor orientación promercado podría acelerar la compresión de la prima de riesgo y favorecer acciones, bonos y BRL. Por el contrario, una continuidad sin avances fiscales podría mantener las tasas elevadas durante más tiempo.

El real ya acumula una apreciación de 3,8% frente al dólar en 2026, pese a los recortes de tasas del BCB, mientras el índice JPMorgan de monedas emergentes cae cerca de 2%. Esto sugiere que parte del atractivo relativo de Brasil ya está siendo reconocido por el mercado.

El principal límite es estructural. La baja tasa de ahorro, el elevado costo real del capital y la creciente carga de intereses mantienen una prima de riesgo elevada y dificultan una expansión sostenida de la inversión y la productividad. Por eso, el actual ciclo favorable no debe confundirse con el inicio automático de un mercado alcista secular. Una reforma fiscal creíble sería necesaria para transformar la mejora cíclica en una tendencia estructural.

En conjunto, mantenemos una visión constructiva sobre las acciones brasileñas. **El escenario adverso parece relativamente conocido, mientras que una mejora del contexto político-fiscal todavía podría generar una compresión adicional de la prima de riesgo**, apoyada por ganancias resilientes, tasas en descenso y valuaciones bajas.



China: la tesis tecnológica permanece, pese a la corrección reciente

La economía china sigue enfrentando una combinación de **demanda doméstica débil, ajuste inmobiliario y presiones deflacionarias**, aunque los principales lastres cíclicos no se han profundizado significativamente.

A esto se suma una mejora en el frente externo: la cumbre entre Trump y Xi Jinping redujo las tensiones bilaterales y el riesgo de nuevos shocks comerciales. Las exportaciones a EE.UU. se han estabilizado y recuperado en los últimos meses, y el comercio bilateral podría seguir mejorando a medida que se implementen los acuerdos alcanzados, aunque la competencia estratégica permanece.

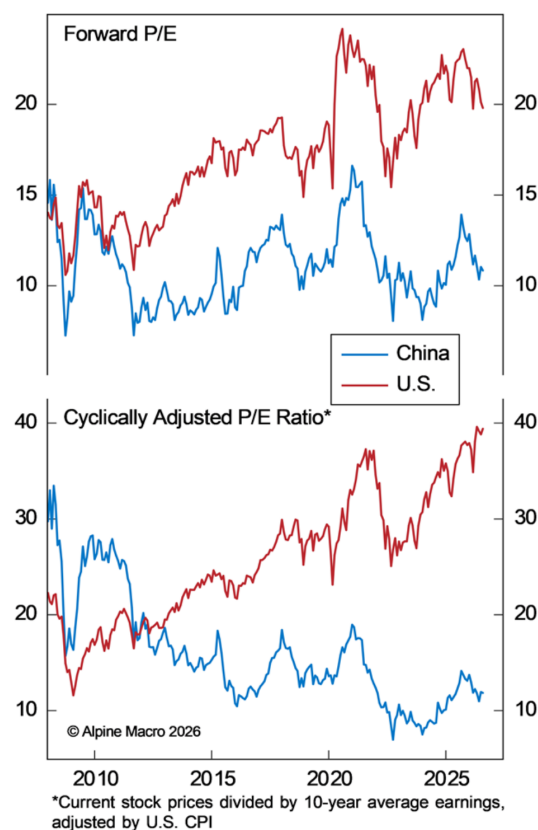
En renta variable, el desempeño reciente ha sido más débil, lo que refleja tanto la falta de un estímulo fiscal de gran magnitud como la persistencia de dudas sobre la recuperación doméstica. La ausencia de una *bazooka* limita el potencial de un rally generalizado y hace que la evolución del mercado continúe siendo desigual. **Sin embargo, Beijing parece estar inclinándose nuevamente hacia el apoyo cíclico:** busca acelerar la emisión de deuda y el crédito dirigido, estabilizar el mercado inmobiliario, impulsar el empleo y los ingresos de los hogares y promover la inversión privada.

Nuestra tesis de inversión se mantiene principalmente en el plano estructural. Beijing continúa priorizando **seguridad económica, autosuficiencia tecnológica y productividad**, lo que está acelerando la transformación de la economía hacia sectores de mayor valor agregado. Esto genera una economía de dos velocidades: debilidad en inmobiliario y sectores tradicionales, pero avances importantes en **AI, semiconductores, EVs, baterías, renovables y manufactura avanzada**.

Dentro de la renta variable china, seguimos viendo oportunidades particularmente en tecnología, donde las compañías locales han mejorado su competitividad y reducido su dependencia de tecnología estadounidense. **Esta es precisamente la tesis que nos llevó, hace dos meses, a volver a invertir en China, con foco especialmente puesto en el sector tecnológico.** La corrección reciente no invalida el argumento estructural, pero sí muestra que su materialización en los precios puede ser más gradual y volátil de lo esperado.

Asimismo, las valuaciones relativamente bajas ofrecen cierto colchón, pero no constituyen por sí solas un catalizador para una recuperación sostenida.

Por lo tanto, nuestra exposición no responde a una expectativa de recuperación cíclica inmediata, sino a la posibilidad de capturar **un proceso de transformación estructural apoyado ahora por un entorno externo menos adverso y una política económica más orientada al crecimiento.**



Divisas

El yen, una señal a favor de un dólar más débil

Tras el cambio de discurso de la Fed, el dólar recuperó terreno y el yen volvió a debilitarse ligeramente. Sin embargo, seguimos viendo fundamentos que podrían favorecer una apreciación gradual en el mediano plazo. La combinación de una moneda históricamente subvaluada, mayores expectativas de tasas del Banco de Japón, una inflación más persistente y el potencial de repatriación de capitales japoneses apunta en esa

dirección. Sin embargo, el camino probablemente no será lineal: el BOJ mantuvo una postura más cautelosa de lo esperado y Kazuo Ueda enfrió las expectativas de subas consecutivas de tasas.

Hasta ahora, los movimientos del yen no han generado un impacto significativo sobre el resto de los mercados de capitales. Esto sugiere que el proceso continúa siendo absorbido de manera ordenada y que no se observa una reversión desordenada del yen carry trade o de los flujos globales. El principal riesgo aparecería si el yen retomara una apreciación rápida, ya que una repatriación significativa de capitales podría presionar a los Treasuries, elevar las tasas globales y generar volatilidad en acciones y crédito.

Desde una perspectiva de asignación de activos, el movimiento también tiene una lectura favorable para las **materias primas. Por lo tanto, aun en un escenario de mayor apreciación del yen, el efecto sobre commodities puede seguir siendo positivo; el principal riesgo estaría en que la velocidad del movimiento termine provocando un desapalancamiento global. En este sentido, el escenario más probable de largo plazo sigue siendo una apreciación gradual del yen, aunque con episodios de volatilidad y correcciones en el camino.**

Commodities

Ampliar la exposición hacia agricultura

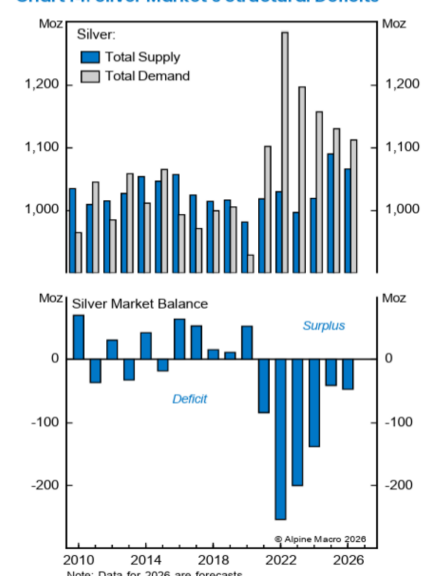
La exposición a commodities sigue siendo baja en los portafolios y **la oportunidad no se limita a oro, energía y metales industriales.** Agricultura ofrece una fuente adicional de diversificación, ya que sus retornos dependen de factores como clima, cosechas, inventarios y restricciones comerciales, con baja correlación con el ciclo económico. El fenómeno de **El Niño refuerza el interés**, aunque su impacto varía significativamente según cultivo y región. En granos, el fuerte rally reciente asociado a sequía y menor oferta hace más atractiva una estrategia de **comprar correcciones que perseguir el rally.** Soft commodities como cacao y azúcar merecen particular atención por su sensibilidad a shocks de oferta.

Si bien Irán parece más dispuesto a negociar una apertura del estrecho de Ormuz, **los bajos inventarios de crudo —y, sobre todo, de productos refinados— junto con la necesidad de reconstruir reservas estratégicas hacen poco probable que el petróleo vuelva rápidamente a los niveles previos al conflicto.** El riesgo, por lo tanto, es que el mercado pase en los próximos meses de una narrativa de sobreoferta a una de escasez. Incluso ante una eventual distensión, la normalización de los flujos desde Medio Oriente no sería inmediata: la disponibilidad de tanqueros, seguros y rutas alternativas limitaría la velocidad de recuperación. **Con el crecimiento del shale estadounidense desacelerándose, la reconstrucción de inventarios estratégicos y una eventual normalización de la actividad de refinación podrían generar una combinación particularmente alcista**, por lo que el precio actual del crudo podría estar ofreciendo una señal engañosa de exceso de oferta.

En **metales preciosos**, la reciente suba de las tasas reales explica buena parte de la corrección del oro y puede mantener la presión en el corto plazo. Sin embargo, **no vemos este movimiento como un cambio en la tendencia estructural.** Esperamos que las tasas largas estén cerca de algún tope temporal, y que, una vez que se modere este factor, el dólar retome su tendencia bajista, dando nuevamente soporte a los metales. La demanda física sigue siendo sólida, con fuertes flujos hacia ETFs y compras de bancos centrales. **Las correcciones deberían verse como oportunidades de acumulación.** La plata también mantiene fundamentos favorables, apoyada por inventarios reducidos y un mercado que acumula seis años consecutivos de déficit.

En **metales industriales, cobre es el principal foco.** La suspensión china de exportaciones de ácido sulfúrico está impactando la cadena de suministro, ya

Chart 14: Silver Market's Structural Deficits



que el ácido es clave para una tecnología que representa cerca de una quinta parte de la producción minera global. Esto amenaza con reducir la oferta fuera de China y presionar los márgenes de las fundiciones chinas. Al mismo tiempo, **la demanda vinculada a inteligencia artificial, data centers y redes eléctricas está acelerando**: más de un tercio de la demanda marginal de cobre hacia 2027 podría provenir de estos sectores. China ofrece además un potencial impulso adicional si se estabiliza el mercado inmobiliario..

Asset Allocation – Octubre 2026

	Oct-26						
	Perspectiva global						Comentarios
	1 a 6 meses			6 a 12 meses			
Asset Allocation global	-	0	+	-	0	+	
Acciones							La mejora de las ganancias continúa dando soporte a la renta variable, mientras la estacionalidad entra en una fase históricamente favorable. El principal riesgo para el bull market sería que un shock petrolero obligara a la Fed a subir las tasas de forma agresiva y repentina, provocando una inversión de la curva y eventualmente una recesión; mientras eso no ocurra, esperamos que cualquier corrección de las acciones sea temporal y no un cambio de tendencia. Los rendimientos han seguido subiendo. El riesgo de un rebote inflacionario asociado al petróleo podría llevar a más subas en la tasa de la Fed. En este contexto seguimos viendo valor en el carry. El liderazgo reciente se ha desplazado hacia la energía tras el shock geopolítico en Medio Oriente. Los metales industriales siguen liderando mientras que los metales preciosos están listos para retomar las subas. Las materias primas agrícolas también ofrecen valor. 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. Las criptomonedas han seguido subiendo; seguimos sin estar convencidos que sea el inicio de nueva fase alcista. La suba en los rendimientos vuelve más atractivo.
Bonos							
Materias primas							
Alternativos							
Criptomonedas							
Cash							
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							Las ganancias están tomando el relevo de la expansión de múltiples como sostén del mercado seago hacia value y pequeñas compañías. La posibilidad del dólar retomando tenencia bajista la vuelve otra vez atractiva. Concentrarse en acciones de altos dividendos. 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. La expansión de múltiples probablemente quedó atrás y los retornos dependerán más de las ganancias. Por su parte, la inflación sigue contenida y los bancos centrales tienen margen de maniobra. China sigue ofreciendo valor. Brasil combina un ciclo macroeconómico que mejora, una política monetaria que se vuelve menos restrictiva, ganancias corporativas resilientes y valuaciones todavía bajas. A esto se suma la primera vuelta de las elecciones presidenciales del domingo 4 de octubre, que introduce una fuente adicional de volatilidad y potencial revaluación de los activos brasileños. Chile y Argentina también resultan atractivos a estos niveles.
Europa							
Japón							
Asia							
América Latina							
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							Las perspectivas de crecimiento siguen siendo sólidas gracias a la IA y a la capacidad financiera de los hyperscalers para sostener inversiones. Sin embargo, el sector y tiene un peso muy elevado en el S&P 500 y expectativas exigentes. Se destaca el sector de software y las MAG7 (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. 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. Un nuevo shock energético podría elevar inflación y deteriorar aún más la demanda. La posible flexibilización regulatoria es positiva. Existen señales de tensión en crédito privado y episodios recientes de desapalancamiento. Aunque la actividad de mercados de capitales sigue fuerte, un deterioro económico podría cambiar rápidamente el escenario. Favorecido por tendencias estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e inversión en infraestructura energética. Expuestos conflictos comerciales. Hay no hay riesgos de desaceleración global. Algunos subsectores son particularmente sensibles a la infraestructura vinculada a inteligencia artificial, lo que implica riesgo de caídas de corto. Soporte estructural por seguridad de recursos, pero con fuerte componente cíclico. Favorecemos metales industriales/preciosos, tierras raras. Vulnerable a tasas reales elevadas. La volatilidad geopolítica y la fragilidad de la oferta global respaldan una visión constructiva para el sector. La corrección de corto plazo parece avanzando, por ello volvemos a mejorar nuestra visión. Las compañías del sector continúan mostrando balances sólidos y altos retornos a accionistas. Mantiene su perfil defensivo tradicional y valuaciones razonables, pero sus perspectivas de crecimiento continúan siendo limitadas frente a otras alternativas del mercado. No ha funcionado como refugio defensivo pese a episodios de volatilidad reciente. De corto plazo puede verse afectado si vuelve escenario de risk-on. 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. Tras varios meses liderando, es posible que entre en un período de estabilidad. Combina características defensivas con exposición directa al crecimiento de la demanda eléctrica asociada a inteligencia artificial, centros de datos y electrificación de la economía, por lo que se vuelve más vulnerable a episodios de volatilidad. Ha estado muy castigado, una estabilidad en las tasas podría hacerlo repuntar. 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.
Comunicaciones							
Consumo discrecional							
Financiero							
Industriales							
Materiales							
Energía							
Consumo básico							
Salud							
Servicios públicos							
Real estate							
Renta fija	-	0	+	-	0	+	
Duration							Los rendimientos hicieron breakout. Los riesgos de déficit y deuda son claros. Nuestra visión hoy y a es consenso, lo que nos deja en una posición algo incómoda. Por ahora seguimos neutral pero evaluaremos si se acerca más a 5.5%, como para alargar. MBS se vio afectado por la volatilidad de las tasas; sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses. El balance entre una oferta todavía muy elevada y el atractivo de los mayores rendimientos justifica una postura más neutral y selectiva hacia el crédito IG en los próximos meses. Vimos una ligera ampliación de spreads; vulnerabilidad concentrada en tecnología y en los tramos de mayor riesgo. Siguiendo siendo el segmento más atractivo, en especial en moneda local.
Soberana desarrollada							
Corporativo (investment grade)							
Corporativo (high yield)							
Emergente							
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. La corrección de corto plazo está avanzando. Esperamos que en unas semanas retome la suba. Ha vuelto a liderar, como una apuesta al ecosistema AI. Seguimos positivos estructuralmente como cobertura frente a riesgos fiscales y geopolíticos. El mayor riesgo es que las tasas reales continúen subiendo.
Metales básicos							
Oro							
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							
Yen							El dólar continúa fortaleciéndose frente a sus pares desarrollados; es posible que esté comenzando siguiente fase de debilidad. Tras la debilidad del primer semestre, es posible que estemos alcanzando un tope relevante. Esperamos que pronto retome el sendero alcista frente al dólar.
Monedas emergentes							

*En relación al MSCI World

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

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%	Russell 2000 19.74%	MSCI China 52.14%	2-Year UST - 0.27%	REITS 28.02%	MSCI China 26.7%	REITS 4.25%	Commodities 22.2%	S&P500 23.9%	S&P500 24.9%	MSCI Europa 39.2%	Commodities 51.9%
3%	59.4%	25.3%	Russell 2000 Inflation Bonds 8.53%	REITS 19.57%	Russell 2000 36.82%	S&P 500 11.29%	MSCI Europe 5.47%	Global HY 14.27%	MSCI EM 34.59%	10-Year UST - 1.3%	S&P 500 26.11%	Russell 2000 18.3%	41.1%	6.4%	23.0%	MSCI China 17.7%	MSCI EM 34.2%	MSCI EM 23.7%
US. 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 28.2%	Commodities 10.12%	S&P 500 19.38%	US. Agg Bond -2.6%	Russell 2000 21.76%	S&P 16.2%	S&P 28.0%	2-Year UST - 7.2%	MSCI Japan 16.3%	Russell 2000 11.4%	MSCI China 33.4%	MSCI Japan 22.5%
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%	MSCI EM 15.3%	Russell 2000 13.5%	US HY -10.9%	Russell 2000 14.8%	Global HY 9.2%	MSCI Japan 26.1%	Russell 2000 14.4%
US. IG -4.74%	REITS 28.47%	EM LC Debt 12.89%	US. IG 4.64%	EM HC Sov 18.26%	Global HY 7.33%	EM HC Sov 5%	EM HC Sov - 0.28%	EM LC Debt 8.88%	EM LC Debt 14.44%	Global HY - 4.06%	MSCI Japan 15.33%	Inflation Bonds 9.5%	MSCI Japan 11.4%	Inflation Bond -12.2%	Global HY 12.8%	Commodities 8.5%	S&P500 18.0%	S&P500 12.9%
Inflation Bonds -6.2%	MSCI Europe 27.35%	S&P 500 12.84%	US. Agg Bond 4.26%	MSCI EM 16.9%	REITS 2.7%	MSCI China 4.67%	10-Year UST - 0.38%	MSCI EM 8.76%	Russell 2000 13.06%	REITS -4.1%	MSCI China 12.04%	10-Year UST 8.8%	MSCI Europe 10.4%	EM LC Debt 12.7%	REITS 10.7%	US HY 7.9%	EM LC Debt 15.8%	REITS 7.7%
EM HC Sov - 12.86%	Russell 2000 26.81%	EM HC Sov 10.57%	Global HY 3.12%	EM LC Debt 16.13%	MSCI China 0.43%	US. 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 4.0%
US. HY 24.53%	S&P 500 23.49%	MSCI Europe 8.04%	2-Year UST 0.62%	Russell 2000 14.13%	2-Year UST - 0.05%	MSCI EM - 17.9%	US. Agg Bond -1.92%	EM LC Debt 7.93%	Global HY 10.43%	US. IG -5.47%	MSCI EM 10.18%	MSCI Japan 6.5%	Global HY 0.8%	US Agg Bond 15.0%	EM LC Debt 8.3%	MSCI EM 6.5%	Russell 2000 12.6%	EM LC Debt 0.0%
Global HY - 26.88%	EM LC Debt 20.2%	Commodities 7.17%	EM LC Debt 0.58%	S&P 500 13.47%	US. HY -0.5%	Russell 2000 3.69%	Inflation Bonds -2.08%	US. HY 7.41%	REITS 8.69%	EM LC Debt - 5.69%	Global HY 9.93%	EM HC Sov 6.3%	US HY -0.23%	10yr UST - 15.3%	MSCI EM 6.4%	EM HC Sov 5.7%	Global HY 12.0%	Global HY - 0.6%
Russell 2000 35.14%	US. HY 15.56%	10-Year UST 5.89%	S&P 500 - 0.2%	MSCI Europe 13.37%	Commodities -1.83%	US. Agg Bond 3.47%	Inflation Bonds 2.72%	Inflation Bonds 3.18%	MSCI Europe 7.27%	S&P 500 - 6.35%	US. 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%	2-Year UST - 1.6%
REITS -17.56%	Commodities 11.22%	US. IG 3.58%	US. HY - 0.95%	US. HY 4.38%	EM HC Sov - 3.42%	Inflation Bonds 1.92%	US. IG -4.56%	US. IG 2.35%	Commodities 3.89%	US. HY 7.06%	EM HC Sov 9.35%	US Agg Bond 5.2%	US Agg Bond 3.4%	MSCI Europe 15.3%	US Agg Bond 4.6%	MSCI Europe 3.5%	US IG 7.9%	US Agg Bond 2.7%
S&P 500 - 38.28%	MSCI Japan 7.25%	Inflation Bonds 3.48%	Commodities -3.28%	Inflation Bonds 4.04%	US. Agg Bond -4.49%	2-Year UST 0.08%	Russell 2000 - 5.85%	2-Year UST 0.11%	US. IG 2.57%	Russell 2000 12.17%	EM LC Debt 7.96%	EM LC Debt 5.4%	2-yr UST - 2.8%	S&P -18.6%	US IG 3.9%	US IG 2.6%	US Agg Bond 7.3%	EM HC Sov 3.1%
MSCI Japan - 43.62%	US. IG 5.54%	US. HY 2.79%	Russell 2000 -5.74%	US. IG 3.85%	EM LC Debt - 5.05%	Global HY 0.03%	US. HY - 10.67%	US. Agg Bond 0.05%	US. Agg Bond 1.18%	MSCI Europe 11.1%	US. HY 7.19%	2-Year 2.1%	EM HC Sov - 7.9%	EM HC Sov - 10.7%	Inflation Bonds 1.0%	Inflation Bonds 1.6%	Inflation Bonds 6.6%	US HY -4.6%
MSCI Europe 15.52%	Inflation Bonds 4.7%	MSCI China 2.59%	MSCI Europe 10.94%	10-Year UST 1.82%	US. IG -5.53%	EM LC Debt - 3.4%	MSCI China 10.3%	MSCI Europe 0.5%	US. HY 0.82%	Commodities -13.88%	10-Year UST 6.51%	US HY -0.7%	MSCI EM - 5.0%	MSCI EM - 20.6%	2-Year UST - 0.2%	US Agg Bond 1.2%	2-Year UST 5.9%	Inflation Bonds -5.3%
Commodities -15.75%	US. Agg Bond -0.97%	US. Agg Bond 2.48%	MSCI EM - 20.16%	US. Agg Bond 0.75%	5.76%	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%	Russell 2000 21.4%	10-Year UST - 0.6%	Commodities 10-Year UST - 0.2%	Commodities 10-Year UST - 0.2%	Commodities US IG -6.2%	
MSCI EM - 50.16%	2-Year UST - 2.01%	2-Year UST 1.23%	MSCI China 20.41%	2-Year UST - 0.09%	7.68%	MSCI EM - 5.99%	MSCI China 18.07%	MSCI China 1.38%	10-Year UST 0.72%	MSCI China 17.11%	US. Agg Bond 5.72%	MSCI Europe 5.4%	EM LC Debt 9.4%	MSCI China 21.7%	-3.7%	1.9%	REITS 3.3%	10-Year UST - 7.8%
MSCI China - 52.23%	10-Year UST 10.08%	MSCI Japan 0.44%	MSCI Japan 20.52%	Commodities -0.58%	Inflation Bonds -9.48%	Commodities -12.96%	Commodities 14.06%	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 11.7%

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4.21	-0.4%	-2.0%	-4.1%	-5.6%	-6.1%
US Aggregate Bond Index	94.25	-0.9%	-2.7%	-4.4%	-6.0%	-5.6%
US Treasury 3M	4.00	-17.4	13.5	23.9	4.9	36.5
US Treasury 1Yr	4.25	-21.3	9.9	31.2	62.9	77.3
US Treasury 2Yr	4.89	3.1	51.5	74.7	134.5	141.0
US Treasury 10Yr	5.34	18.1	56.3	85.8	126.0	117.4
US Treasury 30Yr	5.70	20.6	44.2	71.4	101.1	85.6
Alemania 10Yr	3.46	-14.0	8.5	55.7	76.1	60.6
China 10Yr	1.68	0.6	-0.6	-6.1	-18.1	-16.5
Japon 10 Yr	3.08	0.9	7.0	30.1	142.3	101.7
Sob Bz 10Yr - USD	5.89	18.9	58.4	10.0	-0.6	89.4
IG - 5 YEAR SPREAD	60.0	1.7	9.5	9.7	8.5	10.0
HY - 10 YEAR SPREAD	310.0	24.0	53.0	43.0	53.0	74.0
EMBI Global Spread	218.4	-2.0	-4.0	3.1	-53.0	-13.0
Acciones						
MSCI World	4893.6	-1.3%	-1.0%	1.3%	13.1%	10.5%
VIX	15.3	3.0%	0.7%	-5.2%	-7.9%	2.4%
S&P500	7722.7	-0.3%	0.7%	3.2%	15.0%	12.8%
Nasdaq	27190.9	0.5%	3.7%	5.3%	19.0%	17.0%
Russell 2000	2832.9	-0.2%	-4.1%	-5.4%	15.2%	14.1%
Russell Value	2452.6	-1.1%	-2.8%	1.0%	22.1%	18.4%
Russell Growth	5117.6	0.7%	4.4%	4.8%	7.8%	7.4%
MSCI Europa Desarrollados	67.0	-2.4%	-4.1%	-3.2%	6.4%	4.6%
Eurostoxx	66.7	-2.2%	-4.8%	-3.4%	5.7%	3.3%
Dax	25231.2	-0.7%	-2.4%	-1.4%	3.3%	3.0%
FTSE	10462.0	-2.2%	-2.7%	-1.8%	11.0%	5.3%
MSCI Japón	98.9	1.0%	3.0%	6.2%	23.7%	22.5%
Nikkei	68309.5	2.9%	5.1%	-2.1%	49.2%	35.7%
MSCI Mercados Emergentes	1709.0	-1.3%	0.5%	1.5%	25.0%	21.7%
MSCI China	72.4	-0.2%	-3.2%	2.9%	-20.6%	-12.8%
Shangai (in CNY)	3842.2	-2.8%	-2.5%	-3.2%	-1.0%	-3.2%
MSCI India	46.5	-2.8%	-6.9%	-6.1%	-11.1%	-13.9%
MSCI Brasil	1903.7	1.3%	-2.6%	6.8%	23.8%	15.6%
Ibovespa (in BRL)	192114.6	4.7%	3.7%	11.2%	33.5%	19.2%
MSCI Mexico	7494.0	-4.7%	-8.3%	-7.8%	6.7%	0.8%
MSCI Argentina	84.5	-4.6%	-13.7%	-7.6%	22.8%	-7.5%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	101.9	1.0%	2.4%	1.1%	4.2%	3.7%
Euro	1.13	-1.2%	-2.9%	-1.5%	-3.9%	-4.2%
Pound Sterling	1.32	0.0%	-1.8%	-0.8%	-1.5%	-1.7%
Yen	157.9	-0.4%	2.0%	2.0%	-7.2%	-0.7%
Renminbi	6.71	0.1%	1.2%	1.2%	5.8%	4.0%
Real	5.21	-0.6%	-0.2%	-0.2%	2.4%	5.2%
Peso Mexicano	18.2	-2.7%	-4.0%	-4.0%	1.4%	-0.9%
Sol	3.44	-0.6%	-1.0%	-1.0%	1.1%	-2.2%
CL Peso	990.0	-2.9%	-6.9%	-6.9%	-2.9%	-9.9%
CO Peso	3266.1	1.3%	2.9%	2.9%	16.0%	13.5%
Bitcoin	84492.5	1.2%	3.7%	34.7%	-31.1%	-3.6%
Ethereum	2664.2	-0.7%	6.3%	51.0%	-41.3%	-10.5%
Commodities						
S&P Commodity index	6150.9	0.2%	3.2%	27.0%	60.3%	57.1%
Petroleo (Brent)	102.7	-1.5%	7.4%	43.1%	60.2%	68.8%
Petroleo (WTI)	91.2	-1.3%	0.2%	32.8%	50.8%	58.9%
Soja, cUS/bushel	1277.3	-3.2%	-1.9%	12.9%	24.8%	23.9%
Trigo, cUS/bushel	683.0	-2.9%	-9.5%	15.7%	32.7%	34.7%
Maiz, cUS/bushel	497.3	-5.9%	-4.1%	17.0%	17.9%	12.9%
Oro, \$/oz	4141.2	-3.4%	-5.5%	0.5%	7.4%	-4.1%
Plata, \$/oz	60.4	-6.1%	-7.6%	-0.9%	28.5%	-15.8%
Iron Ore CNY/ton	707.5	-1.6%	-5.4%	-4.7%	-11.5%	-12.4%
LME Lithium Hydroxide CIF	16500.0	-6.5%	-10.8%	-15.4%	71.9%	47.1%
Aluminium, \$/tonne	3123.0	-3.9%	-4.8%	1.5%	16.2%	4.3%
Lead, \$/tonne	1857.0	-4.0%	-3.2%	-0.5%	-7.6%	-7.7%
Nickel, \$/tonne	15634.0	-5.3%	-6.2%	-4.4%	3.0%	-6.1%
Tin, \$/tonne	54332.0	0.6%	-0.6%	5.2%	50.9%	34.0%
Zinc, \$/tonne	3724.0	-5.8%	-5.1%	6.4%	24.7%	19.5%
Cobre, \$/tonelada	14293.8	-3.1%	-0.9%	7.7%	38.0%	14.7%

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.