

| Visión de mercado

Entre la desaceleración y el riesgo inflacionario

- **EE.UU. parece haber entrado en una fase de desaceleración de mitad de ciclo**, con un consumidor más cauteloso, aunque el mercado laboral y el efecto riqueza siguen actuando como amortiguadores. **La inflación vuelve a ser un riesgo**, impulsada por energía, combustibles, fletes y posibles disrupciones en las cadenas de suministro, complicando el margen de maniobra de la Fed.
- **En términos de asset allocation, mantenemos una visión constructiva sobre los activos de riesgo**, aunque el escenario comienza a mostrar mayores señales de vulnerabilidad.
- **La renta variable todavía tiene recorrido hacia las elecciones de noviembre**, pero el riesgo de euforia aumenta a medida que las valuaciones se vuelven más exigentes y el crecimiento de ganancias se desacelera. Preferimos **small caps y value** como forma de diversificarse de los grandes ganadores de AI, donde las expectativas de crecimiento y monetización ya son extremadamente elevadas. **América Latina sigue siendo una de nuestras regiones preferidas**, con Brasil como principal apuesta, aunque la fuerte recuperación reciente podría dar lugar a una consolidación de corto plazo.
- **Los Treasuries enfrentan fundamentos estructurales desfavorables**, pero el posicionamiento extremadamente negativo aumenta el riesgo de una reversión de corto plazo. **Nos mantenemos neutral duration**, aunque vemos mayor atractivo para extenderla si el Treasury a 10 años se acerca al 5%, donde el balance entre carry y riesgo mejora.
- El carry sigue siendo el principal argumento a favor de la deuda emergente. Mantenemos preferencia por deuda en dólares y moneda local, donde los rendimientos reales continúan siendo atractivos.
- **Esperamos que el dólar retome su tendencia bajista**, apoyado por los desequilibrios fiscales y el crecimiento de la deuda estadounidense, favoreciendo a monedas emergentes y commodities.
- **Las commodities recuperaron su tendencia alcista y alcanzan nuevos máximos del año**, con petróleo y uranio como nuestras principales convicciones. Oro y plata mantienen fundamentos sólidos, aunque somos más selectivos tras el fuerte rally.
- **Los alternativos líquidos siguen siendo relevantes para diversificar el riesgo ya que no están correlacionados con las dinámicas de mercado**, especialmente en un entorno de valuaciones exigentes, tasas largas con sesgo alcista y un sentimiento que podría volverse excesivamente optimista.

Situación macro

EE.UU. en medio de un consumidor más cauteloso y una inflación que vuelve a despertar

La economía estadounidense comienza a transitar una fase más compleja. Los datos de actividad sugieren una moderación gradual del crecimiento, con señales de fatiga en el consumo, mientras que el mercado laboral continúa mostrando una resiliencia mayor a la esperada. Al mismo tiempo, la combinación de mayores costos energéticos, disrupciones geopolíticas y presiones sobre las cadenas de suministro mantiene abierto el riesgo de una nueva aceleración inflacionaria. El resultado es un escenario incómodo para la Reserva Federal: una economía que se desacelera, pero sin ofrecer todavía suficiente evidencia de desinflación.

El principal foco de debilidad continúa siendo el consumidor. El crecimiento de los ingresos y las ventas minoristas pierde impulso, la confianza permanece deprimida y algunos de los soportes temporales —como devoluciones impositivas y el uso del ahorro acumulado— pierden fuerza. Las elevadas tasas hipotecarias y el encarecimiento de los combustibles agregan presión sobre los hogares, particularmente en los segmentos de menores ingresos.

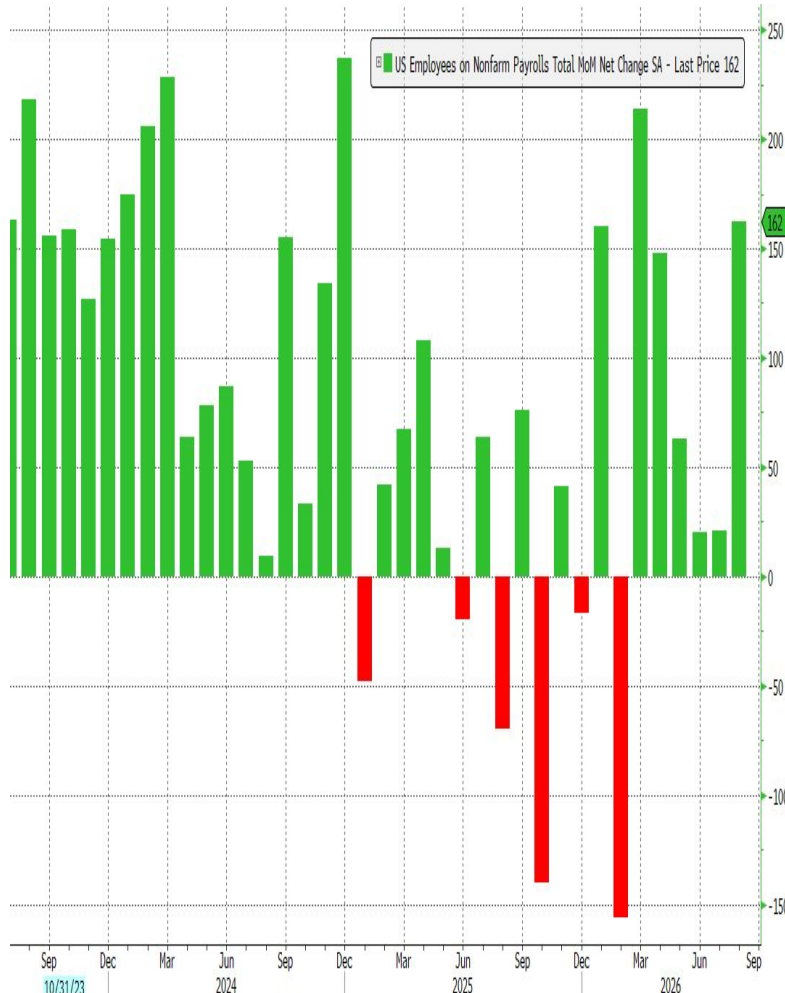
El deterioro del consumo no es homogéneo. El efecto riqueza continúa siendo un importante amortiguador para los hogares de mayores ingresos, que siguen beneficiándose de la fortaleza de los mercados financieros y de los activos inmobiliarios.

La principal fuente de preocupación continúa siendo el consumidor. El encarecimiento del combustible y el agotamiento del impulso generado por los reembolsos fiscales apuntan a una demanda más cautelosa. Sin embargo, el mercado laboral continúa actuando como amortiguador, sugiriendo que el consumo podría mostrar una fortaleza mayor a la esperada a pesar del deterioro del poder adquisitivo.

El dato de empleo del viernes refuerza esta interpretación de una desaceleración sin impacto significativo en la actividad. La creación de 162.000 puestos en agosto, muy por encima de las expectativas, junto con una tasa de desempleo estable en 4,1%, aleja por ahora el riesgo de un deterioro abrupto del mercado laboral. No obstante, la dinámica sigue siendo de low hire, low fire: las empresas no están despidiendo masivamente, pero tampoco existe una aceleración generalizada de las contrataciones. Es suficiente para sostener el ingreso, pero no necesariamente para impulsar una nueva fase de expansión.

El problema es que esta resiliencia laboral coincide con una acumulación de presiones inflacionarias. Aunque las expectativas de inflación todavía no muestran un deterioro significativo, algunos costos de la cadena de producción y transporte comienzan a anticipar nuevas presiones sobre los precios, especialmente a través de los fletes y los combustibles.

Las tarifas de flete vuelven a ser una señal a monitorear. Su aumento responde a una combinación de adelantamiento de embarques, reposición de inventarios, desvíos de rutas, mayores costos de combustible y menor capacidad disponible. Un encarecimiento sostenido del transporte suele trasladarse, con cierto rezago, a los precios finales de los bienes.



El otro foco está en los combustibles destilados, particularmente el diésel, un insumo para transporte y producción. Sus elevados precios generan efectos indirectos sobre prácticamente toda la economía y pueden resultar más relevantes para la inflación subyacente que el movimiento del petróleo.

En este contexto, **el conflicto en Medio Oriente sigue teniendo una importancia macroeconómica creciente.** La incertidumbre en torno a Irán y al Estrecho de Ormuz afecta simultáneamente al petróleo, los costos de transporte, los rendimientos de los bonos y las expectativas sobre la Fed. Una eventual desescalada podría revertir rápidamente parte de estas presiones; pero mientras persista la incertidumbre, el conflicto funciona como un shock negativo de oferta: menor crecimiento y mayor inflación.

Asimismo, **se acercan las elecciones legislativas.** El aumento de la gasolina y las tasas de interés perjudica directamente al consumidor y se convierte en un problema electoral para los republicanos. Esto introduce un incentivo político adicional para buscar una reducción de las tensiones en Medio Oriente y, eventualmente, una caída en los precios de la energía y los rendimientos de deuda. Pero el gobierno de Trump se está quedando sin tiempo y no parece encontrar la forma de presionar a Irán para negociar.

En síntesis, **nuestro escenario base sigue siendo una desaceleración de mitad de ciclo.** El mercado laboral y el efecto riqueza proporcionan suficientes amortiguadores para sostener la expansión. Sin embargo, la economía se vuelve cada vez más vulnerable: el consumidor pierde impulso, la inflación enfrenta nuevos riesgos de oferta y la geopolítica amenaza con mantener las tasas y los costos energéticos elevados. Para la Fed, la situación no puede estar más complicada.

El problema es que esta resiliencia laboral coincide con una acumulación de presiones inflacionarias. Aunque las expectativas de inflación todavía no muestran un deterioro significativo, algunos costos de la cadena de producción y transporte comienzan a anticipar nuevas presiones sobre los precios, especialmente a través de los fletes y los combustibles.

Las tarifas de flete vuelven a ser una señal a monitorear. Su aumento responde a una combinación de adelantamiento de embarques, reposición de inventarios, desvíos de rutas, mayores costos de combustible y menor capacidad disponible. Un encarecimiento sostenido del transporte suele trasladarse, con cierto rezago, a los precios finales de los bienes.

Implicancias para la asignación de activos

Desde una perspectiva de asset allocation, **mantenemos una visión constructiva sobre los activos de riesgo,** aunque el escenario comienza a mostrar mayores señales de vulnerabilidad. La economía estadounidense atraviesa una desaceleración de mitad de ciclo, con un consumidor más cauteloso, pero el mercado laboral y el efecto riqueza continúan actuando como amortiguadores. Al mismo tiempo, los riesgos inflacionarios asociados a energía, transporte y geopolítica dificultan una rápida relajación de las condiciones monetarias. En este contexto, esperamos que las acciones continúen avanzando hacia las elecciones de noviembre, aunque con un riesgo creciente de euforia y una menor tolerancia a decepciones en resultados y valuaciones.

En relación con la renta variable, **mantenemos nuestra posición neutral.** El crecimiento esperado de ganancias comienza a moderarse y las valuaciones, particularmente en los grandes ganadores de inteligencia artificial, dejan un margen de error cada vez menor. Por eso, preferimos capturar la rotación hacia small caps, que ofrecen valuaciones relativas más atractivas y mayor sensibilidad a una eventual estabilización de las tasas. El principal riesgo para nuestra visión es que el sentimiento evolucione rápidamente desde optimismo hacia euforia, aumentando la probabilidad de una corrección ante cualquier decepción. A nivel regional, mantenemos nuestra preferencia por **América Latina**, con Brasil como uno de nuestros mercados favoritos, aunque reconocemos que la fuerte recuperación reciente podría dar lugar a una pausa de corto plazo.

Mantenemos una posición neutral en duration. Los rendimientos de la deuda podrían encontrar cierta estabilidad en las próximas semanas, particularmente si disminuyen las presiones provenientes del petróleo o si los datos de inflación resultan mejores de lo esperado. Sin embargo, los riesgos de mediano plazo siguen apuntando a tasas más altas, debido a las mayores necesidades de financiamiento, la elevada prima por plazo, las presiones inflacionarias y la abundante oferta de deuda tanto gubernamental como corporativa. Por ello, no descartamos nuevas subas de los rendimientos y vemos mayor atractivo para **alargar duration si el Treasury a 10 años se aproxima al 5%**, nivel en el que el balance entre carry y riesgo comienza a resultar más favorable. Dentro de renta fija, mantenemos nuestra preferencia por **deuda emergente**, tanto en dólares como en moneda local, aunque esperamos retornos más moderados vía compresión de spreads.

Seguimos favoreciendo los commodities como cobertura estructural frente a riesgos inflacionarios, geopolíticos y fiscales. El movimiento lateral de los últimos meses no modifica nuestra visión de largo plazo y, de hecho, un dólar más débil podría actuar como catalizador para una nueva etapa alcista. Dentro del complejo, vemos particularmente atractivos el **petróleo y el uranio**, mientras que oro, plata, metales industriales y agricultura ofrecen oportunidades con distintos horizontes. En petróleo, el mercado podría estar subestimando el impacto de las disrupciones físicas y logísticas en Medio Oriente, mientras que en uranio los déficits estructurales continúan siendo favorables. El oro mantiene una tesis estratégica sólida, aunque después del fuerte rally preferimos aprovechar eventuales correcciones para aumentar exposición.

Esperamos que el dólar retome su tendencia bajista. Si bien una eventual política monetaria más restrictiva podría generar períodos de estabilización o recuperación, los elevados déficits fiscales, el crecimiento de la deuda y la incertidumbre sobre la política económica estadounidense continúan erosionando el atractivo estructural de la moneda. En nuestro escenario base, cualquier fortalecimiento del dólar debería ser interpretado como una pausa dentro de una tendencia de depreciación de mediano plazo, favoreciendo en particular a los activos emergentes y a los commodities.

Las **estrategias alternativas líquidas** continúan ocupando un lugar relevante dentro de los portafolios, ofreciendo una fuente adicional de diversificación en un entorno donde las valuaciones de varios activos tradicionales siguen siendo exigentes, los rendimientos de deuda de largo plazo enfrentan riesgos alcistas y el sentimiento de mercado puede volverse excesivamente optimista.

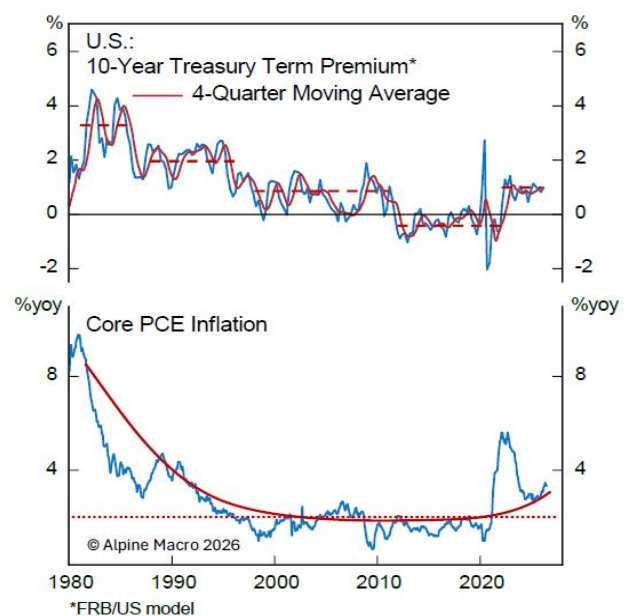
Mercados financieros – Renta Fija

Treasuries: fundamentos fiscales e inflacionarios empeoran, pero el pesimismo abre la puerta a una reversión de corto plazo

El mercado de Treasuries enfrenta una combinación cada vez más incómoda: **mayores necesidades de financiamiento, menor demanda estructural y un shock geopolítico que amenaza con reavivar la inflación.** El déficit estadounidense ronda los US\$2,1 billones, mientras las grandes compañías tecnológicas vinculadas a la inteligencia artificial ya han emitido cerca de US\$200.000 millones de deuda, compitiendo por el mismo capital que necesita el Tesoro.

En Estados Unidos, además, la prima al vencimiento del Treasury a 10 años ha vuelto a acercarse al 1%, niveles similares a los de los años 2000, aunque todavía muy por debajo de los registrados durante los años ochenta y comienzos de los noventa. El gráfico a la derecha resulta particularmente relevante: la prima al vencimiento mantiene una relación estrecha con el core PCE, **de modo que un repunte sostenido de la inflación subyacente tiende a traducirse en una mayor compensación exigida por los inversores para mantener deuda de largo plazo.**

Esto coloca al mercado frente a una disyuntiva. Mientras las expectativas de inflación de largo plazo permanezcan contenidas, el mercado puede interpretar el actual shock de precios como transitorio y mantener relativamente acotada la prima por plazo. **Pero cuanto más se prolongue la guerra con Irán, mayor será el riesgo de que el aumento del petróleo se traslade a la inflación subyacente.** En ese escenario, el Tesoro enfrentaría un problema que sus herramientas de manejo de la deuda no pueden resolver.



Source: Alpine Macro, Federal Reserve

La comparación histórica con el embargo petrolero de 1973 es, por ello, relevante. La trayectoria actual del Treasury a 10 años se parece a la observada tras aquel episodio, cuando el shock energético terminó combinándose con mayor inflación, tasas más altas y un crecimiento nominal más fuerte. **Si la historia se repitiera y el Treasury a 10 años aumentara unos 115 puntos básicos durante el primer año del conflicto, el rendimiento podría acercarse al 5,15%.**

En paralelo, la dinámica fiscal se deteriora. Los ingresos provenientes de los aranceles han comenzado a disminuir, **restando una fuente extraordinaria de recaudación justamente cuando aumentan el gasto en defensa y los costos de intereses.** Las stablecoins ofrecen una fuente potencial de demanda estructural por T-bills, pero esa demanda difícilmente compense por sí sola el crecimiento de la deuda y las necesidades de financiamiento.

El Tesoro sí dispone de herramientas para aliviar la presión sobre la parte larga de la curva. Las mayores recompras de bonos largos, financiadas mediante letras, equivalen de facto a una versión de "Operation Twist": menos oferta relativa de deuda de largo plazo y mayor emisión de corto plazo. También existen opciones adicionales, como incrementar las recompras, utilizar la Cuenta General del Tesoro en el mercado repo o reducir aún más la emisión de bonos largos.

El Tesoro sí dispone de herramientas para aliviar la presión sobre la parte larga de la curva. Las mayores recompras de bonos largos, financiadas mediante letras, equivalen de facto a una versión de "Operation Twist": menos oferta relativa de deuda de largo plazo y mayor emisión de corto plazo. También existen opciones adicionales, como incrementar las recompras, utilizar la Cuenta General del Tesoro en el mercado repo o reducir aún más la emisión de bonos largos.

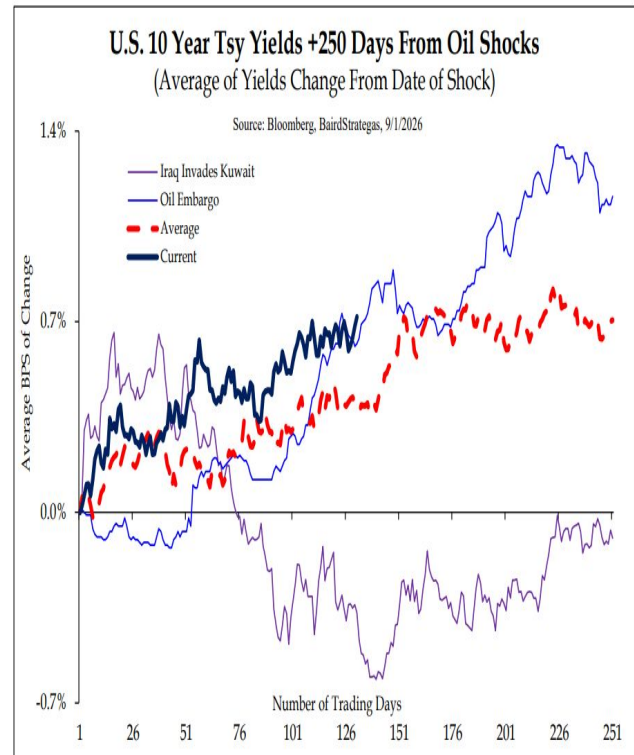
Pero estas medidas pueden modificar la composición de la oferta; no pueden modificar la inflación. Estados Unidos ya paga más de US\$1 billón anual en intereses, por lo que mantener tasas elevadas durante un período prolongado amplifica rápidamente la presión fiscal.

El problema se vuelve más complejo porque la presión sobre los rendimientos ya es global. Japón, que durante más de 30 años funcionó como el "piso" de las tasas del G7, ha llevado el rendimiento del JGB a 10 años hasta el 3%. A medida que ese piso global se desplaza hacia arriba, disminuye en el margen la demanda por Treasuries y aumenta el riesgo de repatriación de capital japonés y de un desarme de posiciones de carry trade. Para seguir este riesgo es importante mirar la apreciación del yen y las expectativas de suba de tasas por parte del Banco de Japón.

Sin embargo, debajo de esta narrativa fundamental cada vez más negativa para los bonos aparece un elemento que merece atención: el posicionamiento y el sentimiento. Los inversores sistemáticos (CTAs) nunca habían mantenido una posición corta tan extrema en tasas del G10. El pesimismo, además, ya trasciende el posicionamiento técnico y comienza a instalarse en la narrativa dominante: la última edición de Barron's lleva en portada "The New Rules for Bonds" y uno de sus artículos principales se titula "The Death of the Safe Haven: How to Fix Your Bond Strategy as Yields Rise". Cuando una visión tan negativa se vuelve ampliamente consensuada, el riesgo de reversión aumenta: buena parte de las malas noticias puede estar ya incorporada en los precios.

Esto no implica necesariamente que los rendimientos hayan alcanzado un tope de mediano plazo. Pero sí modifica la relación riesgo-retorno. Con un posicionamiento tan desequilibrado, incluso un catalizador relativamente menor podría ser suficiente para desencadenar una reversión.

¿Qué podría oficializar de disparador? El más claro parece ser el petróleo: buena parte del reciente aumento de los rendimientos coincide con el fuerte repunte del crudo, por lo que una desescalada en Medio Oriente o una caída del petróleo podría quitarle presión a la suba de tasas tal como ocurrió meses atrás. **El segundo es la Fed.** El mercado ha reaccionado de forma muy agresiva a un discurso más hawkish, pero cualquier señal de moderación —o datos de inflación que reduzcan la necesidad de mayores tasas— podría desencadenar una reversión.



Por eso, seguimos manteniendo por ahora una posición neutral en duration, pero con una mayor disposición a alargarla si el Treasury a 10 años se acerca al 5%. Los riesgos estructurales —fiscales, inflacionarios y de oferta— siguen siendo reales y justifican cautela, especialmente mientras el conflicto en Medio Oriente mantenga elevado el riesgo de un shock petrolero que termine trasladándose a la inflación subyacente. En ese escenario, una mayor prima al vencimiento podría seguir presionando al alza los rendimientos y limitar el potencial de los bonos largos. Sin embargo, el posicionamiento excepcionalmente negativo hacia los bonos deja al mercado vulnerable a una reversión de corto plazo si se produce una desescalada geopolítica o si los datos de inflación resultan mejor de lo esperado. Mientras eso no ocurra, creemos que mantenernos en una duration baja ofrece el mejor equilibrio entre el carry y el riesgo de nuevas subas de tasas.

Crédito corporativo: el costo de financiar la revolución de la IA empieza a subir

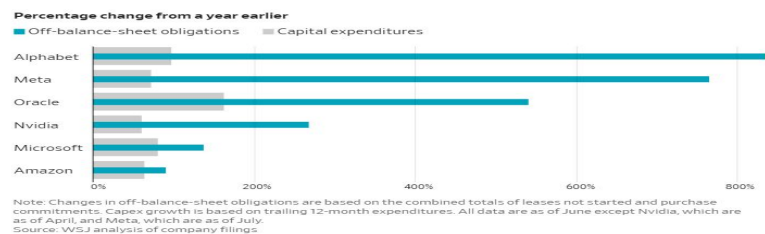
El mercado de crédito comienza a mostrar señales de mayor selectividad, especialmente entre los bonos de menor calidad y dentro del sector tecnológico. Si bien los spreads de high yield se mantienen cerca de mínimos de ciclo —se comprimieron 22pb hasta 263pb—, los bonos CCC y los CDS de empresas tecnológicas muestran un comportamiento más débil, en contraste con un sector bancario que permanece sólido. Esta divergencia no implica todavía un problema sistémico, pero señala focos de preocupación que podrían amplificarse si aumentan los defaults.

El principal riesgo se concentra en el creciente costo de financiar la inversión en inteligencia artificial. Los hyperscalers están emitiendo volúmenes extraordinarios de deuda: se estima que solo su financiamiento de largo plazo en 2026 alcanza unos US\$310.000 millones, equivalente al 70% del nuevo endeudamiento Treasury de largo plazo. Al mismo tiempo, los bonos vinculados a AI y los ABS de data centers están ampliando sus spreads frente al crédito investment grade. A esto se suman importantes compromisos de gasto off-balance-sheet, que podrían convertirse en una carga si los ingresos esperados no se materializan (gráfico).

Each quarter, big tech companies disclose their massive capital expenditures on artificial-intelligence infrastructure, from data centers to chips.

But those figures don't come close to expressing the full extent of future spending to which Google parent Alphabet, Meta Platforms, Oracle and many others have committed. That is because a huge swath of their coming financial obligations aren't reflected on their balance sheets.

Nine top tech companies had some \$3 trillion of off-balance-sheet commitments mostly related to AI, according to a Wall Street Journal analysis of footnotes in their most recent securities filings. Those obligations are growing faster than traditional "capex," which totaled about \$600 billion over the past year they reported, and were about triple what the companies owe under their outstanding leases and long-term borrowings.



Por ahora, la fortaleza de la economía y la demanda por carry mantienen contenido el riesgo. Sin embargo, el escenario exige que la inversión en AI genere los retornos esperados.

Deuda emergente: sigue siendo el segmento más atractivo a pesar del desafío de la AI

La deuda soberana emergente continúa siendo nuestro segmento de crédito preferido, aunque el fuerte aumento de la emisión de bonos por parte de los hyperscalers introduce un nuevo factor de riesgo. El incremento de oferta, acompañado por una ampliación de los spreads de estos emisores, está generando una competencia directa con el crédito EM Investment Grade (IG), cuyos spreads se mantienen en niveles históricamente ajustados. Hasta ahora, sin embargo, no observamos una salida significativa de inversores no especializados desde EM hacia la deuda vinculada a inteligencia artificial.

La divergencia entre los spreads de los hyperscalers y los del mercado IG más amplio sugiere que los inversores están exigiendo una prima específica por el riesgo asociado al financiamiento del boom de AI, y no repricing generalizado del crédito. Por ello, no esperamos un deterioro significativo de los spreads soberanos EM en el corto plazo. El principal riesgo sería una ampliación generalizada de los spreads de US IG, que podría transmitirse al universo emergente.

Con spreads EM ya muy comprimidos, el menor diferencial frente a bonos corporativos estadounidenses ligados a AI probablemente limite el potencial de mayor compresión. En este contexto, mantenemos nuestra preferencia por deuda EM, aunque con expectativas más moderadas de retorno vía compresión de spreads.

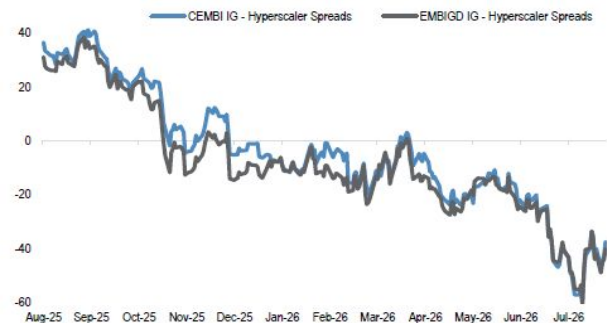
Renta Variable

El mercado enfrenta una prueba: ¿puede el crecimiento de ganancias justificar el boom de IA?

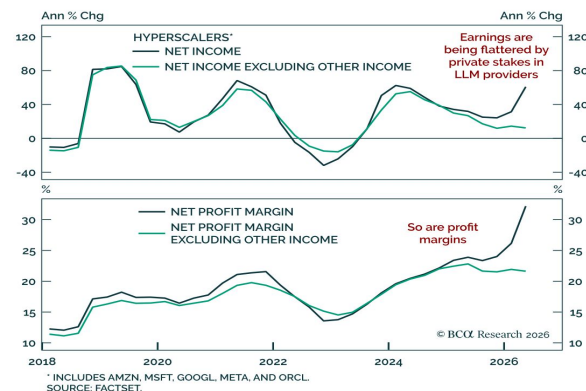
La temporada de resultados del 2T fue sólida, pero el verdadero dato de cara al mercado es menos alentador: las estimaciones para el 3T apenas han mejorado. Esto sugiere que la vara de expectativas ya es elevada y que las compañías necesitarán algo más que buenos resultados para impulsar nuevas subas. De hecho, el consenso para el EPS de 2027 se ubica cerca de US\$407, aunque el crecimiento esperado se moderó desde aproximadamente 17% a comienzos de julio hasta cerca de 13% actualmente. **Si esta desaceleración continúa, los retornos dependerán cada vez más de una expansión de múltiplos, una fuente de performance menos confiable dado los niveles actuales de rendimientos de deuda.**

Figure 5: The spread differential between EM IG and US hyperscalers has tightened materially

EMBIGD IG - Hyperscaler bond spreads (bp), CEMBI BD IG - Hyperscaler bond spreads (bp)



Source: J.P. Morgan.



El problema se vuelve más evidente al mirar a los hyperscalers. Aunque las ganancias reportadas muestran fuertes incrementos, una parte importante proviene de other income, incluyendo la valorización de participaciones en otras compañías.

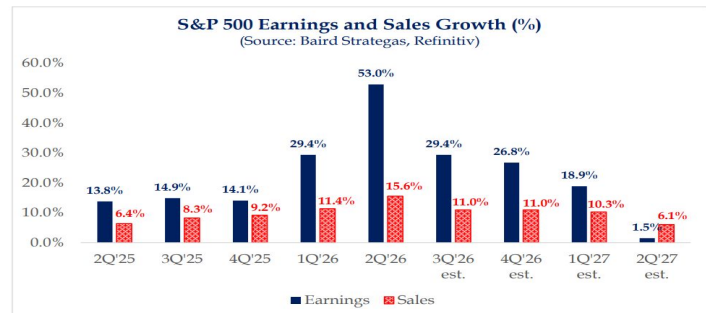
El crecimiento de ganancias del Magnificent 7 alcanzó un extraordinario 118,5% en el 2T, pero una proporción significativa provino de ganancias de inversión no operativas y no del desempeño subyacente de sus negocios. Al depurar estos efectos, FactSet estima que el crecimiento se acerca más al 30%.

Alphabet es un ejemplo ilustrativo: junto con ingresos trimestrales de US\$119.800 millones, reportó cerca de US\$98.000 millones en other income, principalmente por ganancias no realizadas sobre participaciones accionarias. Nvidia, Amazon y Microsoft también registraron importantes ganancias de valorización. Esto plantea una cuestión relevante sobre la calidad del crecimiento de las utilidades: las ganancias contables derivadas de activos financieros pueden impulsar los resultados en una dirección, pero también revertirse si las valuaciones privadas comienzan a caer.

Esto ayuda a explicar por qué Nvidia, Microsoft, SoftBank y otros tienen incentivos crecientes para que OpenAI y Anthropic accedan al mercado público: **la necesidad de cristalizar estas valuaciones y sostener el círculo de inversión dentro del ecosistema de AI es cada vez mayor.** Las valuaciones privadas elevadas también pueden convertirse en un riesgo si comienzan a caer.

Esto ayuda a explicar por qué Nvidia, Microsoft, SoftBank y otros tienen incentivos crecientes para que OpenAI y Anthropic accedan al mercado público: **la necesidad de cristalizar estas valuaciones y sostener el círculo de inversión dentro del ecosistema de AI es cada vez mayor.** Las valuaciones privadas elevadas también pueden convertirse en un riesgo si comienzan a caer.

El consenso proyecta un crecimiento de ganancias superior al 30% en 2026, desacelerando hacia niveles más cercanos a 10% en 2027 y recuperándose en 2028. Pero esta recuperación está demasiado lejos como para constituir un catalizador confiable. Mientras tanto, los márgenes operativos del S&P 500 igualmente ponderado se han estancado en 14,9%, poniendo en duda cuánto y cuando de la prometida productividad de la AI se está materializando.

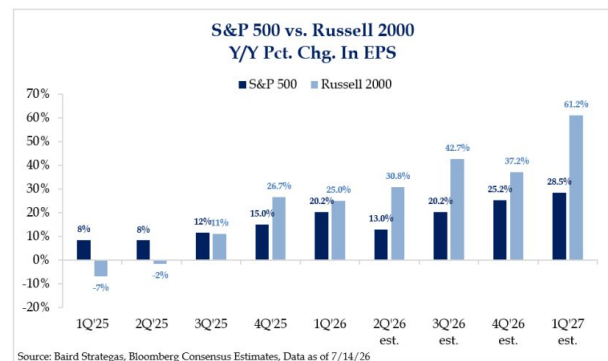


El mayor riesgo está en el capex. Los Magnificent 7 concentran cerca del 40% del capex del S&P 500, mientras el gasto de los hyperscalers podría alcanzar US\$1 billón en 2027. Para justificar semejante inversión, la AI podría necesitar generar hasta US\$10 billones de ingresos anuales, una cifra comparable al gasto mundial en alimentos o salud y varias veces superior al mercado global de software.

En definitiva, el riesgo no es necesariamente que las ganancias se deterioren. El escenario más incómodo para las acciones sería que las utilidades continúen siendo buenas, pero dejen de mejorar. Históricamente, la desaceleración del crecimiento del EPS ha estado asociada con retornos bursátiles más débiles que los períodos de aceleración.

Aun así, la estructura interna del mercado ofrece algunos elementos para mantener una visión constructiva. La amplitud continúa siendo saludable y la rotación favorece una diversificación respecto de los índices dominados por las grandes compañías tecnológicas.

En este contexto, seguimos viendo positivamente a las **small caps**, particularmente aquellas de mayor calidad y con una base de ingresos domésticos más sólida. El endurecimiento de las condiciones financieras ha impactado en las últimas semanas. Un escenario de menores subas de tasas a lo que el mercado espera en la actualidad puede llevar a que gane tracción nuevamente, mientras las valuaciones relativas frente a large caps siguen siendo atractivas. El principal riesgo sería una desaceleración prolongada del crecimiento, aunque hasta ahora ese escenario parece haberse evitado.



La tesis de AI no necesariamente está rota, pero la magnitud de la inversión está elevando el umbral de monetización. Y con inflación persistente, tasas globales más altas, petróleo más caro y un contexto geopolítico todavía frágil, el margen de error es reducido. **En la narrativa de AI, todo no tiene que salir simplemente bien: tiene que salir prácticamente según lo previsto.**

El próximo desafío no será demostrar que la AI genera crecimiento, sino que genera suficiente crecimiento —y ganancias de suficiente calidad— para justificar todo el capital que se está destinando a ella. Mientras tanto, preferimos capturar la rotación hacia value y small caps antes que perseguir una mayor concentración en los ganadores ya descontados por el mercado.

Brasil: el pesimismo electoral generó una oportunidad. Ahora es posible que veamos una nueva pausa

Mantenemos una visión positiva sobre América Latina, con Brasil como nuestro mercado preferido, pese al aumento de la incertidumbre de cara a las elecciones de octubre y a que varios bancos de inversión recortaron semanas atrás sus perspectivas para la renta variable brasileña. En agosto, el MSCI Brazil cayó 2,2%, quedando rezagado frente a emergentes y al resto de Latinoamérica, reflejando el deterioro del sentimiento y el temor a un escenario político menos favorable para el ajuste fiscal. Sin embargo, consideramos que parte importante de este riesgo ya está incorporada en las valuaciones, mientras que los resultados corporativos continúan mostrando una sólida generación de ingresos y beneficios, especialmente entre exportadores y compañías con balances robustos. A esto se suma que una eventual desaceleración de la actividad y una inflación más contenida podrían permitir al Banco Central profundizar el ciclo de recortes de tasas, un catalizador relevante para las acciones domésticas.

En las últimas tres semanas hemos visto una fuerte suba. Ahora es posible que veamos una consolidación en las próximas semanas. La elección seguirá generando volatilidad, pero también puede ofrecer oportunidades tácticas si las encuestas modifican las probabilidades actuales. En conjunto, seguimos viendo una relación riesgo/retorno atractivo y reafirmamos nuestra posición constructiva sobre Brasil y Latinoamérica, aunque de corto plazo puede hacer una pausa.

| Divisas

El dólar se estabiliza, pero la tendencia bajista sigue vigente

El dólar ponderado por comercio muestra cierta estabilización, pero seguimos esperando que **la tendencia estructural continúe siendo bajista**. La incertidumbre de política económica, el elevado déficit fiscal y el aumento de la deuda estadounidense erosionan el atractivo del dólar y podrían mantener la presión vendedora en el largo plazo. Si bien una eventual suba de tasas de la Fed actuaría como soporte para el dólar y la ausencia de una alternativa clara como moneda de reserva limita el potencial bajista, estos factores parecen más capaces de frenar la caída que de revertir la tendencia. **Nuestro escenario base sigue siendo un dólar débil, con períodos de estabilización.**

| Commodities

Las perspectivas para las materias primas siguen siendo muy atractivas

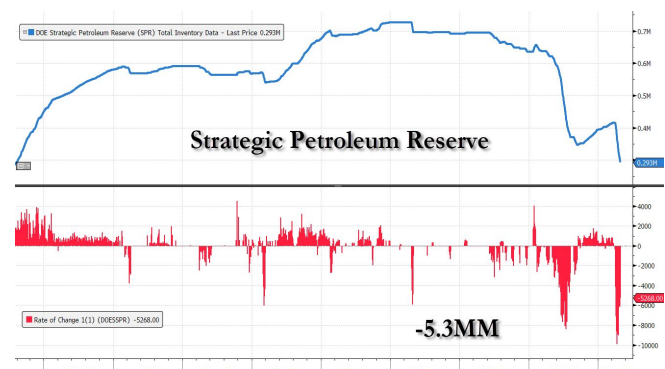
Seguimos favoreciendo los commodities como parte de una tendencia alcista estructural que parece recuperar fuerza. Luego del movimiento lateral de los últimos meses, el complejo retomó la suba desde julio y actualmente se encuentra en nuevos máximos del año, confirmando nuestra visión positiva. Si bien las correcciones siguen siendo normales dentro de estos ciclos, un dólar más débil, la inversión en infraestructura de IA, el reshoring industrial y las posibles disrupciones en las cadenas de suministro podrían seguir actuando como catalizadores. En este contexto, mantenemos una visión constructiva, aunque con mayor selectividad luego de la reciente recuperación de los precios.

Petróleo: el mercado podría estar subestimando el ajuste físico

El petróleo presenta, a nuestro juicio, una de las mejores relaciones riesgo-retorno dentro del complejo. El mercado continúa descontando un importante excedente de inventarios, en parte porque el cierre prácticamente efectivo del estrecho de Ormuz durante meses no derivó inicialmente en una crisis visible de abastecimiento. Sin embargo, esta lectura podría estar confundiendo los movimientos de inventarios y de productos refinados con la disponibilidad efectiva de crudo.

Existe un importante rezago entre una disrupción física y su impacto final sobre los inventarios. En Estados Unidos, las existencias comenzaron a caer con fuerza hacia fines de abril y acumulan una reducción cercana a 200 millones de barriles desde marzo. Además, los inventarios en Cushing se aproximan a niveles operativos mínimos. Si el ajuste de las cadenas logísticas continúa reflejándose durante las próximas semanas, la percepción de abundancia podría transformarse rápidamente en una preocupación por escasez física.

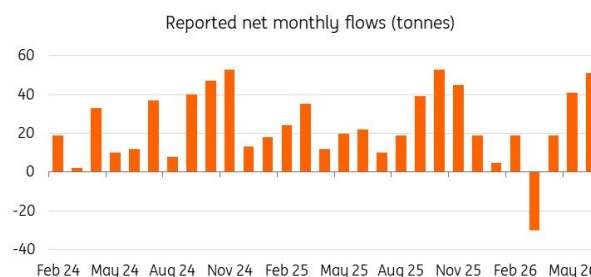
A esto se suma que el colchón estratégico estadounidense es mucho menor que en episodios anteriores: la Reserva Estratégica de Petróleo se encuentra cerca de mínimos de varias décadas. Las liberaciones de reservas pueden reemplazar temporalmente barriles que faltan en el mercado, pero no constituyen nueva oferta y eventualmente deberán ser recompuestas. Por otra parte, la menor actividad de las refinerías no necesariamente implica una caída equivalente de la demanda final. Si el consumo de combustibles permanece sólido mientras las refinerías procesan menos crudo, el ajuste se produce inicialmente a través de los inventarios de productos.



El riesgo, por lo tanto, es que el mercado pase en los próximos meses de una narrativa de sobreoferta a una de escasez. La normalización de los flujos desde Medio Oriente tampoco sería inmediata: aun ante una eventual distensión, la disponibilidad de tanqueros, seguros y rutas alternativas limitaría la velocidad de recuperación. Con el crecimiento del shale estadounidense desacelerándose, una reconstrucción de inventarios estratégicos y una eventual normalización de la actividad de refinación podrían generar una combinación particularmente alcista. Por eso, consideramos que el precio actual del crudo puede estar ofreciendo una señal engañosa de exceso de oferta.

Oro y plata: fundamentos estructurales sólidos, pero con mayor cautela táctica

El oro mantiene una tesis estructural favorable, aunque después del fuerte rally preferimos una postura algo más selectiva en el corto plazo. El metal rebotó con fuerza desde alrededor de US\$4.000 hasta US\$4.600 por onza, acompañado por una recuperación de los flujos hacia ETF y una mayor demanda de inversión. En julio, los ETF de oro recibieron cerca de US\$3.000 millones y agregaron unas 23 toneladas, mientras que los bancos centrales compraron alrededor de 102 toneladas durante el primer semestre.



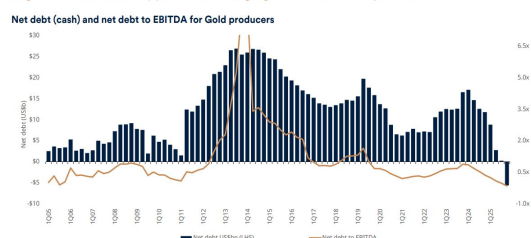
Lo más relevante es que el oro ha mostrado capacidad de seguir avanzando incluso con rendimientos reales elevados. Esto sugiere que la demanda está dejando de depender exclusivamente de la expectativa de menores tasas de interés y responde cada vez más a factores estructurales: preocupación por la sostenibilidad fiscal, aumento de la deuda, diversificación de reservas por parte de los bancos centrales y una eventual debilidad del dólar. La decisión del Tesoro estadounidense de incrementar las recompras de deuda de largo plazo también refuerza la percepción de que el mercado de bonos enfrenta un escenario fiscal cada vez más complejo.

El principal riesgo es que una inflación persistentemente elevada obligue a la Reserva Federal a mantener una política restrictiva durante más tiempo, elevando las tasas reales y generando una nueva fase de liquidación de posiciones en ETFs. **Por eso, después del rally, no perseguiríamos el precio agresivamente y aprovecharíamos eventuales correcciones para aumentar exposición.**

La plata ofrece una historia complementaria. Además de compartir los catalizadores monetarios del oro, cuenta con una demanda industrial significativa, por lo que podría beneficiarse de la inversión en electrificación, infraestructura y tecnología. Esto le otorga un perfil potencialmente más cíclico y volátil, pero también mayor sensibilidad a una eventual aceleración de la actividad industrial.

En renta variable, las mineras de oro siguen siendo particularmente interesantes: muchas compañías todavía no reflejan plenamente en sus valuaciones los elevados precios del metal, mientras que los márgenes, balances y generación de caja han mejorado significativamente. Esto deja espacio tanto para crecimiento de beneficios como para una eventual expansión de múltiplos.

High free cash flow supports deleveraging + dividends / buybacks



El resto del complejo de materias primas

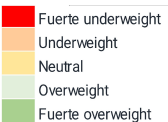
El uranio continúa siendo nuestra tesis de mayor convicción: los déficits físicos persisten, la oferta minera decepciona y las utilities enfrentan dificultades para asegurar contratos de largo plazo. En cobre, el argumento estructural sigue siendo sólido por la electrificación, las redes y la infraestructura de IA, pero el fuerte rally reciente y una mayor concentración de posiciones reducen su atractivo táctico. Agricultura continúa siendo una apuesta de paciencia: tras años de mercado bajista, un deterioro climático asociado a un eventual Super Niño podría marcar el inicio de un nuevo ciclo alcista. Finalmente, los metales del grupo del platino mantienen una perspectiva favorable ante déficits físicos, mientras que el carbón también comienza a mostrar una combinación más atractiva de fundamentos y valuaciones.

En conjunto, seguimos viendo un escenario constructivo para las commodities. Nuestra mayor convicción se concentra en petróleo y uranio, mientras que oro, plata, agricultura y resto de metales preciosos ofrecen oportunidades con distintos horizontes temporales. La clave será que el mercado comience a reconocer que las restricciones físicas de oferta pueden ser mucho más persistentes de lo que actualmente descuenta.

Asset Allocation – Agosto 2026

set-26							Comentarios
Perspectiva global							
1 a 6 meses							
6 a 12 meses							
Asset Allocation global	-	0	+	-	0	+	
Acciones							La fuerte caída y el desarme violento en tecnología durante julio ha generado un atractivo punto de compra, por ello pasamos a una posición neutral. Reconocemos que las tasas largas ascendiendo y el calendario electoral puede llevar a que veamos mayor volatilidad en los próximos meses, pero sería una oportunidad para incrementar el riesgo. Los rendimientos han seguido subiendo. El riesgo de un rebote inflacionario asociado al petróleo podría llevar a subas en la tasa de la Fed. 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 están otra vez liderando tras la consolidación mientras que los metales preciosos están listos para retomar las subas.
Materias primas							Los riesgos siguen altos en crédito privado tras varios años de crecimiento. Alternativas líquidas como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante mayor volatilidad macro.
Alternativos							Las criptomonedas están en proceso de ajuste, afectados por un cambio de régimen de liquidez. Persistencia de presión bajista hacia octubre.
Criptomonedas							La estabilidad de las tasas vuelve menos atractivo al cash.
Cash							
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							Tuvimos la caída concentrada en tecnología en julio, el rebote posterior. Volvemos a una posición neutral en Estados Unidos, con un sesgo hacia value y pequeñas compañías.
Europa							La posibilidad del dólar retomando tenencia bajista la vuelve otra vez atractiva. Concentrarse en acciones de alto dividendo.
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							El fuerte rebote en agosto tras el desarme violento en Taiwán y Corea durante julio llevan nos lleva a modificar otra vez a una situación neutral. China sigue ofreciendo valor.
América Latina							Brasil lideró en julio. Seguimos positivos estructuralmente dado el apoyo de materias primas y valuaciones aún atractivas, incluso considerando la incertidumbre electoral. Chile y Argentina también resultan atractivos a estos niveles.
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							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 ya tiene un peso muy elevado en el S&P 500 y expectativas exigentes. Finalmente corrigió en julio y rebotó en agosto, lo que representó una buena oportunidad de compra. Reducimos otra vez a neutral.
Comunicaciones							(en parte por el elevado Capex), mientras telecomunicaciones mantiene un perfil más defensivo. Riesgo de que la inversión en inteligencia artificial no se traduzca en mayores ganancias.
Consumo discrecional							La resiliencia del empleo y del gasto del consumidor brinda soporte al sector, aunque las presiones sobre el poder adquisitivo y los mayores costos energéticos podrían moderar el crecimiento. Un nuevo shock energético podría elevar inflación, retrasar bajas de tasas y deteriorar aún más la demanda.
Financiero							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.
Industriales							Favorecido por tendencias estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e inversión en infraestructura energética. Espuestos conflictos comerciales. Hoy no hay riesgos de desaceleración global. Algunos subsectores son particularmente sensibles a la infraestructura vinculada a inteligencia artificial, lo que implica riesgo de caídas de corto.
Materiales							Soporte estructural por seguridad de recursos, pero con fuerte componente cíclico. Favorecemos metales industriales/preciosos/terras raras. Vulnerable a tasas reales elevadas.
Energía							La volatilidad geopolítica y la fragilidad de la oferta global respaldan una visión constructiva para el sector. Esperamos una pausa por unos meses antes de retomar las subas. Las compañías del sector continúan mostrando balances sólidos y altos retornos a accionistas.
Consumo básico							Mantiene su perfil defensivo tradicional y valoraciones 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.
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							Tras varios meses liderando, es posible que entre en un período de estabilidad.
Real estate							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.
Renta fija	-	0	+	-	0	+	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.
Duración							
Soberana desarrollada							Los rendimientos parecen haber hecho breakout. Los riesgos de déficit y deuda son claros. Nuestra visión hoy ya es consenso, lo que nos deja en una posición algo incómoda. Por ahora seguimos neutral pero evaluaremos si se acerca más a 5% como para alargar.
Corporativo (investment grade)							MB S sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses.
Corporativo (high yield)							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 LG en los próximos meses.
Emergente							Vimos una ligera ampliación de spreads en julio; vulnerabilidad concentrada en tecnología, pero con un panorama más claro en la actividad.
Materias primas	-	0	+	-	0	+	Si sigue siendo el segmento más atractivo, en especial en moneda local.
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. Esperamos unos meses de consolidación antes de retomar las subas.
Metales básicos							Tras la caída de los últimos meses, han vuelto a liderar, como una apuesta al ecosistema AI.
Oro							Seguimos positivos estructuralmente como cobertura frente a riesgos fiscales y geopolíticos. El mayor riesgo es que las tasas reales continúen subiendo.
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							Tras el fortalecimiento del dólar del primer semestre, es posible que esté comenzando siguiente fase de debilidad.
Yen							Tras la debilidad del primer semestre, es posible que estemos alcanzando un tope relevante, en especial con la intervención conjunta entre Japón y Estados Unidos.
Monedas emergentes							Tras varios meses en rango, es posible que retomen el sendero alcista.

* En relación al MSCI World



Informe Mensual Septiembre 2026

Elaborado por Ec. Paula Bujia – BUDA PARTNERS

BENGOCHEA
INVERSIONES

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 52.34%	2-Year UST -0.27%	REITS 28.02%	MSCI China 26.7%	REITS 42.5%	Commodities 22.2%	S&P500 23.9%	S&P500 24.9%	MSCI Europa 39.2%	Commodities 51.0%
2-Year UST 3%	Global HY 59.4%	Russell 2000 25.3%	Inflation Bonds 8.53%	REITS 19.57%	Russell 2000 36.82%	S&P 500 11.29%	MSCI Europe 5.47%	Global HY 14.27%	MSCIEM 34.59%	10-Year UST -1.3%	S&P 500 26.11%	Russell 2000 18.3%	Commodities 41.1%	MSCI Japan -6.1%	MSCI Europa 23.0%	MSCI China 17.7%	MSCIEM 34.2%	MSCIEM 25.6%
U.S. Agg Bond 2.99%	MSCI China 58.86%	Global HY 14.82%	REITS 7.54%	MSCI Japan 18.85%	S&P 500 29.69%	MSCI Japan 7.6%	REITS 2.82%	Commodities 10.12%	S&P 500 19.38%	U.S. Agg Bond -2.6%	Russell 2000 21.76%	S&P 16.2%	S&P 28.0%	2-Year UST -7.2%	MSCI Japan 16.3%	Russell 2000 11.4%	MSCI China 33.4%	MSCI Japan 21.7%
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 15.1%	Russell 2000 13.5%	US HY -10.9%	Russell 2000 14.8%	Global HY 9.2%	MSCI Japan 26.1%	Russell 2000 20.2%
U.S. IG -4.74%	REITS 28.47%	EM LC Debt 12.89%	U.S. IG 4.64%	EM HC Sov 18.26%	Global HY 7.33%	EM HC Sov 5%	EM HC Sov -0.28%	8.88%	EM LC Debt 14.44%	Global HY -4.06%	MSCI Japan 15.33%	Inflation Bonds 9.5%	MSCI Japan 11.4%	Inflation Bond -12.2%	Global HY 12.8%	Commodities 8.5%	S&P500 18.0%	REITS 14.0%
Inflation Bonds -6.2%	MSCI Europe 27.15%	S&P 500 12.84%	U.S. Agg Bond 4.26%	MSCIEM 16.9%	REITS 2.7%	MSCI China 4.67%	10-Year UST -0.38%	MSCIEM 8.76%	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%	S&P500 12.9%
EM HC Sov -12.86%	Russell 2000 26.81%	EM HC Sov 10.57%	Global HY 3.12%	EM LC Debt 16.11%	MSCI China 0.43%	U.S. IG 4.59%	S&P 500 -0.81%	EM HC Sov 8.01%	EM HC Sov 11.27%	EM HC Sov -4.74%	Commodities 11.84%	Global HY 7.0%	Inflation Bonds 1.6%	Global HY 12.7%	EM HC Sov 10.4%	MSCI Japan 7.0%	EM HC Sov 14.2%	MSCI Europe 9.7%
U.S. HY -24.5%	S&P 500 23.49%	MSCI Europe 8.04%	2-Year UST 0.62%	Russell 2000 14.33%	2-Year UST -0.05%	MSCIEM -17.9%	U.S. Agg Bond -1.92%	EM LC Debt 7.93%	Global HY 10.43%	U.S. IG -5.47%	MSCIEM 10.18%	MSCI Japan 6.5%	Global HY 0.8%	US Agg Bond -15.0%	EM LC Debt 8.3%	MSCIEM 6.5%	Russell 2000 12.6%	EM LC Debt 3.2%
Global HY -26.88%	EM LC Debt 20.2%	Commodities 7.17%	EM LC Debt 0.58%	S&P 500 13.47%	U.S. HY -0.5%	Russell 2000 3.69%	Inflation Bonds -2.08%	U.S. HY 7.41%	REITS 8.69%	EM LC Debt -5.69%	Global HY 9.93%	EM HC Sov 6.3%	US HY -0.23%	10yr UST 15.3%	MSCIEM 6.4%	EM HC Sov 5.7%	Global HY 12.0%	Global HY 2.8%
Russell 2000 -35.14%	U.S. HY 15.56%	10-Year UST 5.89%	S&P 500 -0.2%	MSCI Europe 13.37%	Commodities -1.83%	U.S. Agg Bond 3.47%	Global HY -2.72%	Inflation Bonds 3.18%	MSCI Europe 7.27%	S&P 500 -6.35%	U.S. IG 9.92%	US IG 6.3%	US IG -3.4%	US IG -15.3%	US HY 4.8%	REITS 4.8%	US HY 8.3%	EM HC Sov 1.1%
REITS -37.56%	Commodities 11.22%	U.S. IG 3.58%	U.S. HY -0.95%	U.S. HY 4.38%	EM HC Sov -3.42%	Inflation Bonds 1.92%	U.S. IG -4.56%	U.S. IG 2.35%	Commodities 3.89%	U.S. HY -7.06%	EM HC Sov 9.35%	US Agg Bond 5.2%	US Agg Bond -3.4%	MSCI Europe -15.3%	US Agg Bond 4.6%	MSCI Europe 3.5%	US IG 7.9%	US Agg Bond -0.4%
S&P 500 -38.28%	MSCI Japan 7.25%	Inflation Bonds 3.48%	Commodities -3.28%	Inflation Bonds 4.04%	U.S. Agg Bond -4.19%	2-Year UST 0.08%	Russell 2000 -5.85%	2-Year UST 0.11%	U.S. IG 2.57%	Russell 2000 -12.17%	EM LC Debt 7.96%	EM LC Debt 5.1%	2-yr UST -2.8%	S&P -18.6%	US IG 3.9%	US IG 2.6%	US Agg Bond 7.3%	2-Year UST -1.3%
MSCI Japan -43.62%	U.S. IG 5.54%	U.S. HY 2.79%	Russell 2000 -5.74%	U.S. IG 3.85%	EM LC Debt -5.05%	Global HY 0.01%	U.S. HY -10.07%	U.S. Agg Bond 0.05%	U.S. Agg Bond 1.18%	MSCI Europe -13.1%	U.S. HY 7.19%	2-Year 2.1%	EM HC Sov -3.9%	EM HC Sov -18.7%	Inflation Bonds 1.0%	Inflation Bonds 1.6%	Inflation Bonds 6.6%	US HY -1.8%
MSCI Europe -45.52%	Inflation Bonds -4.7%	MSCI China 2.59%	MSCI Europe -10.94%	10-Year UST 1.82%	U.S. IG -5.53%	EM LC Debt -3.4%	MSCI China -10.1%	MSCI Europe -0.5%	U.S. HY 0.82%	Commodities -13.88%	10-Year UST 6.51%	US HY -0.7%	MSCIEM -5.0%	MSCIEM -20.6%	2-Year UST -0.2%	US Agg Bond 1.3%	2-Year UST 5.9%	Inflation Bonds -2.7%
Commodities -45.75%	U.S. Agg Bond -0.97%	U.S. Agg Bond 2.48%	MSCIEM -20.36%	U.S. Agg Bond 0.75%	MSCIEM -5.76%	U.S. HY -3.53%	EM LC Debt -11.14%	10-Year UST -0.73%	Inflation Bonds -0.8%	MSCI Japan -16.77%	Inflation Bonds 6.33%	REITS -4.8%	10yr UST -6%	Russell 2000 -21.4%	10-Year UST -0.6%	2-Year UST 0.2%	Commodities 4.9%	US IG -3.4%
MSCIEM -50.16%	2-Year UST -2.01%	2-Year UST 1.23%	MSCI China -20.41%	2-Year UST -0.09%	10-Year UST -7.68%	MSCIEM -5.99%	MSCIEM -18.07%	MSCI China -1.38%	10-Year UST 0.72%	MSCIEM -17.11%	U.S. Agg Bond 5.72%	MSCI Europe -5.4%	EM LC Debt -9.4%	MSCI China -21.7%	Commodities -3.7%	10-Year UST -1.9%	REITS 3.3%	10-Year UST -4.4%
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 -32.96%	Commodities -34.06%	MSCI Japan -2.6%	2-Year UST -0.71%	MSCI China -20.31%	2-Year UST 1.2%	Commodities -23.9%	MSCI China -21.9%	REITS -24.4%	MSCI China -12.5%	EM LC Debt -2.0%	10-Year UST -0.2%	MSCI China -8.6%

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4.32	0.3%	-0.1%	-1.2%	-3.3%	-3.7%
US Aggregate Bond Index	97.00	-0.5%	-0.6%	-1.2%	-3.4%	-2.9%
US Treasury 3M	3.75	-10.5	-4.7	3.7	-27.3	11.8
US Treasury 1Yr	3.93	-22.5	-6.7	12.2	30.2	45.6
US Treasury 2Yr	4.42	2.1	22.5	25.8	93.4	94.6
US Treasury 10Yr	4.86	5.8	21.0	29.3	81.6	68.8
US Treasury 30Yr	5.33	5.6	12.9	29.4	63.8	48.6
Alemania 10Yr	3.39	4.3	25.4	32.6	74.4	53.1
China 10Yr	1.68	0.3	-1.9	-3.8	-9.8	-15.8
Japon 10 Yr	2.89	-10.5	10.3	17.3	132.6	83.2
Sob Bz 10Yr - USD	5.34	10.1	16.2	12.9	-56.1	33.9
IG - 5 YEAR SPREAD	49.9	-0.5	-0.8	-0.8	0.4	-0.1
HY - 10 YEAR SPREAD	259.0	4.0	-1.0	0.0	0.0	23.0
EMBI Global Spread	218.4	-2.0	-4.0	3.1	-53.0	-13.0
Acciones						
MSCI World	4995.0	1.3%	-0.3%	5.0%	18.8%	12.7%
VIX	15.3	2.5%	2.7%	-19.1%	1.3%	2.3%
S&P500	7718.6	0.1%	-0.5%	4.2%	18.8%	12.8%
Nasdaq	26507.0	0.4%	-0.7%	2.2%	21.6%	14.0%
Russell 2000	2975.6	0.1%	-1.9%	4.2%	24.2%	19.9%
Russell Value	2527.5	-0.3%	-0.2%	8.5%	27.9%	22.0%
Russell Growth	4968.8	0.5%	-1.0%	0.4%	9.3%	4.3%
MSCI Europa Desarrollados	70.5	-0.5%	-1.6%	3.5%	17.0%	9.9%
Eurostoxx	70.6	-1.2%	-1.5%	4.7%	17.3%	9.3%
Dax	25977.7	0.0%	-1.3%	5.5%	9.1%	6.1%
FTSE	10831.0	0.4%	-0.6%	4.4%	17.5%	9.1%
MSCI Japón	98.3	2.5%	1.4%	6.9%	21.6%	21.7%
Nikkei	65269.3	-1.4%	-0.5%	1.9%	49.6%	29.7%
MSCI Mercados Emergentes	1756.9	1.7%	6.0%	6.1%	37.0%	25.1%
MSCI China	74.8	-0.6%	-3.2%	-0.1%	-11.7%	-9.9%
Shangai (in CNY)	3940.6	-1.0%	0.0%	-0.5%	3.0%	-0.7%
MSCI India	49.9	0.7%	-0.9%	5.7%	-5.6%	-7.7%
MSCI Brasil	1943.8	5.2%	6.7%	12.4%	29.3%	18.1%
Ibovespa (in BRL)	185147.2	5.4%	7.3%	9.8%	30.6%	14.9%
MSCI Mexico	8191.9	0.6%	-1.7%	2.5%	21.5%	10.2%
MSCI Argentina	96.4	2.8%	3.7%	4.9%	35.1%	5.5%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	98.9	-0.5%	-0.6%	-1.1%	1.5%	0.6%
Euro	1.16	0.2%	0.6%	0.7%	-1.3%	-1.1%
Pound Sterling	1.35	0.2%	0.2%	1.5%	-0.1%	0.5%
Yen	153.9	3.9%	3.9%	3.9%	-4.3%	1.8%
Renminbi	6.71	0.2%	1.1%	1.1%	5.9%	4.0%
Real	5.13	1.3%	-1.3%	-1.3%	5.8%	6.7%
Peso Mexicano	17.0	0.2%	2.9%	2.9%	9.1%	5.8%
Sol	3.36	0.3%	2.8%	2.8%	4.3%	0.1%
CL Peso	934.6	-0.1%	-1.3%	-1.3%	3.7%	-3.8%
CO Peso	3127.1	3.0%	13.0%	13.0%	20.7%	17.2%
Bitcoin	78421.4	-3.7%	20.6%	23.6%	-30.0%	-10.5%
Ethereum	2475.0	-1.2%	29.0%	46.5%	-42.4%	-16.9%
Commodities						
S&P Commodity index	5958.5	2.7%	11.5%	9.9%	55.3%	52.1%
Petroleo (Brent)	98.7	4.3%	18.1%	4.7%	49.5%	62.2%
Petroleo (WTI)	94.2	9.8%	20.5%	3.2%	51.3%	64.0%
Soja, cUS/bushel	1298.3	1.8%	12.3%	16.4%	28.1%	26.0%
Trigo, cUS/bushel	716.0	-6.6%	12.1%	23.1%	42.6%	41.2%
Maiz, cUS/bushel	512.0	0.0%	15.8%	20.6%	28.1%	16.3%
Oro, \$/oz	4401.9	1.7%	0.2%	1.7%	21.1%	1.9%
Plata, \$/oz	66.3	3.5%	0.8%	-2.8%	60.3%	-7.5%
Iron Ore CNY/ton	752.5	0.3%	6.7%	-2.9%	-9.9%	-6.8%
LME Lithium Hydroxide CIF	18143.2	-0.9%	1.7%	-11.1%	91.3%	61.7%
Aluminium, \$/tonne	3312.0	2.2%	1.0%	-7.8%	27.4%	10.6%
Lead, \$/tonne	1899.5	-0.3%	0.7%	-5.3%	-4.3%	-5.5%
Nickel, \$/tonne	16715.0	-0.9%	-1.7%	-10.0%	9.7%	0.4%
Tin, \$/tonne	55141.0	-0.1%	-0.7%	4.2%	60.7%	36.0%
Zinc, \$/tonne	3983.5	2.6%	7.5%	12.8%	39.2%	27.8%
Cobre, \$/tonelada	14601.4	1.0%	2.9%	8.1%	48.4%	17.1%

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.