

The logo consists of the letters 'GB' in a bold, blue, serif font, centered within a white square. The background of the entire page is a low-angle photograph of modern skyscrapers with glass facades, creating a sense of height and architectural complexity. The sky is a pale, overcast blue with some light clouds. In the top right corner, there is a decorative grid of 15 white circles arranged in three rows and five columns.

GB

Informe mensual

Mes de setiembre

(10 de setiembre de 2025)

Informe realizado por Ec. Paula Bujía

A solid red horizontal bar is located at the bottom right of the page, extending from the right edge towards the center.

Visión de mercado

Entre la euforia y el riesgo: cuando los recortes de tasas ya no garantizan un rally

- El shock arancelario en EE.UU. durante abril fue más severo de lo anticipado, pero la incertidumbre disminuyó a lo largo de mayo y junio. Aunque el mercado inmobiliario y el consumo muestran señales de debilidad, la inversión en infraestructura tecnológica ligada a la inteligencia artificial se mantiene como un pilar de expansión, compensando parcialmente la moderación macro.
- Los aranceles ya golpean a la economía, aunque recién ahora las empresas comienzan a trasladar mayores costos a los consumidores. Aún es pronto para determinar si las nuevas presiones inflacionarias serán transitorias.
- El reporte de empleo de agosto confirma la debilidad del mercado laboral y eleva la probabilidad de tres recortes de tasas en lo que resta de 2025. Sin embargo, a diferencia de 2024, estos recortes ocurren en un contexto de inflación todavía elevada y desempleo en alza, lo que refleja fragilidad cíclica y no un catalizador alcista automático.
- El riesgo en el capex tecnológico es cada vez más evidente: los hyperscalers concentran 31% del gasto de capital del S&P 500 y su flujo de caja libre ya muestra erosión. Una eventual moderación podría derivar en revisiones a la baja de utilidades y presionar valuaciones.
- En paralelo, China enfrenta un segundo semestre desafiante, lo que forzaría un estímulo más amplio para estabilizar la economía.
- En términos de asset allocation, a medida que el mercado accionario continúa avanzando en medio de crecientes señales de exuberancia, nos estamos preparando para tomar una postura más defensiva sobre la renta variable en un horizonte de 6 a 9 meses. La perspectiva de varios

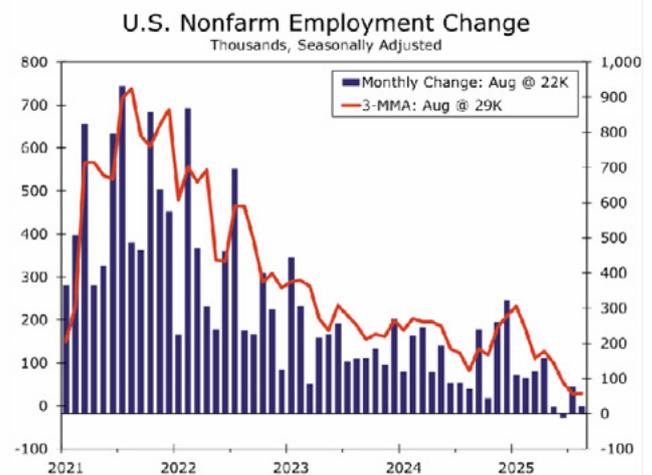
recortes de tasas posiblemente genere fuertes subas en el corto plazo. El sector de salud se destaca en medio de esta incertidumbre.

- En renta fija, mantenemos una postura neutral en duración, aunque cerca de acortarla. Los bonos soberanos de largo plazo están sufriendo una menor demanda, pero los rendimientos a 10 años han caído hacia 4% en la antesala del recorte de setiembre. Mayores presiones inflacionarias y drenaje de liquidez probablemente impulsen un rebote hacia 4.5%. La curva de rendimientos se siguió empinando por preocupaciones sobre déficit y deuda.
- Seguimos favoreciendo investment grade, donde la oferta neta contenida y los flujos sostienen un carry atractivo. En high yield, los spreads ajustados limitan el upside. En emergentes, los corporativos ofrecen la mejor oportunidad relativa frente a soberanos.
- El dólar se ha estabilizado, pero no tracciona. Creemos que veremos un repunte en los próximos meses antes de retomar la tendencia bajista.
- El oro apunta a los \$3800 con recorrido adicional, mientras que en petróleo mantenemos una visión constructiva ante riesgos de oferta subestimados.

Situación macro

El reporte de empleo abre la puerta para tres recortes de tasas en 2025

El reporte de nóminas de agosto mostró un enfriamiento marcado del mercado laboral en EE. UU. Se crearon apenas 22.000 puestos netos, lo que confirma que la dinámica de empleo se encuentra prácticamente en punto muerto. Aunque los sectores de salud, educación privada y ocio & hospitalidad continúan aportando al crecimiento del empleo, los segmentos más cíclicos, como la manufactura, siguen en terreno débil.



La tasa de desempleo avanzó a 4,3%, su nivel más alto en casi cuatro años, aunque con una leve mejora en la tasa de participación laboral (62,3%). Por su parte, la duración de la jornada laboral se mantuvo estable en 34,2 horas, mientras que los salarios por hora aumentaron 0,3% mensual y 3,7% interanual, consolidando una tendencia lateral sin presiones inflacionarias adicionales.

Por otro lado, las vacantes cayeron con fuerza y la tasa de renuncias apunta a que el crecimiento salarial tenderá al 3%. Por primera vez desde 2018 (excluyendo la pandemia), el número de desempleados supera al de vacantes disponibles. La relación entre vacantes y desempleados cayó por debajo de 1.

El discurso de Powell en Jackson Hole el 22 de agosto había marcado un punto de inflexión. El presidente de la Fed reconoció explícitamente que “el balance de riesgos parece estar cambiando” y advirtió que los riesgos a la baja sobre el empleo están aumentando. Incluso sugirió que, de materializarse, podrían hacerlo de forma abrupta en la forma de mayores despidos y una suba rápida en la tasa de desempleo.

Sobre precios, el diagnóstico fue matizado. Powell reconoció que “los efectos de los aranceles en los precios al consumidor ya son claramente visibles”, aunque los calificó como un shock de nivel de precios, transitorio y de una sola vez. Al mismo tiempo, las empresas siguen trasladando el impacto de aranceles a los consumidores. La clave será cómo reaccione el mercado de expectativas: si las medidas forward a 5 años no se desanclan, la Fed tendrá margen para flexibilizar.

En conjunto, el informe refleja un mercado laboral más frágil, aunque todavía lejos de un deterioro abrupto. Para la Fed, sin embargo, el mensaje es claro: la economía opera con un sesgo restrictivo excesivo y existe margen para acelerar la normalización monetaria. Si bien algunos analistas plantean la posibilidad de un recorte de 50pb en setiembre, el escenario más probable es una secuencia de tres bajas consecutivas de 25 pb en setiembre, octubre y diciembre, que llevaría la tasa de fondos federales a un rango de 3,50%-3,75% hacia fin de año

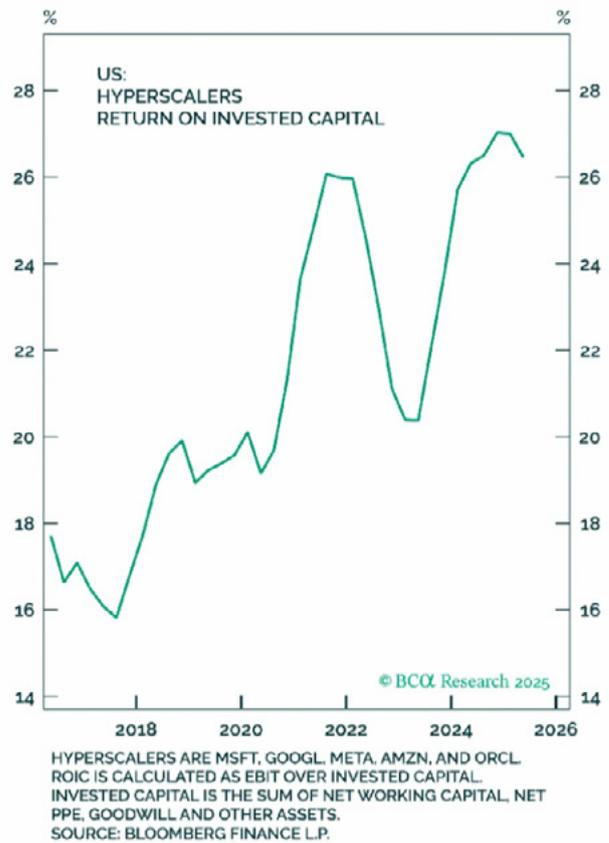
Al: motor clave para una economía estable pese a la desaceleración

Tras los últimos datos de empleo, que confirman un enfriamiento gradual del mercado laboral, otros indicadores macroeconómicos también reflejan señales mixtas. El mercado inmobiliario enfrenta presión con precios en descenso y mayor inventario de viviendas nuevas, mientras que el gasto real de los consumidores en julio apenas superó los niveles de diciembre pasado. A esto se suma un crecimiento del empleo más moderado, lo que refuerza la idea de que la economía atraviesa una fase de desaceleración.

No obstante, el panorama no es enteramente negativo. Las solicitudes iniciales de desempleo continúan bajas y tanto la confianza del consumidor como los índices de gerentes de compras han repuntado desde niveles más débiles. Además, la inversión en infraestructura tecnológica vinculada a la inteligencia artificial (AI capex) se ha consolidado como un motor clave de crecimiento, desplazando parcialmente el rol dominante que tuvo el consumo desde 2020

En este contexto, la inversión de los hyperscalers en AI sigue generando retornos positivos sobre el capital invertido y se financia principalmente con flujo de caja.

Este fenómeno ha impulsado el crecimiento de ventas en el sector tecnológico y de servicios de comunicación, incluso mientras la economía general se desacelera moderadamente, reforzando la necesidad de ampliar capacidad y modernizar la infraestructura.



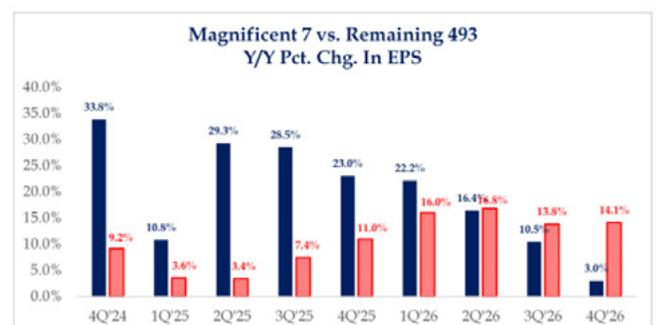
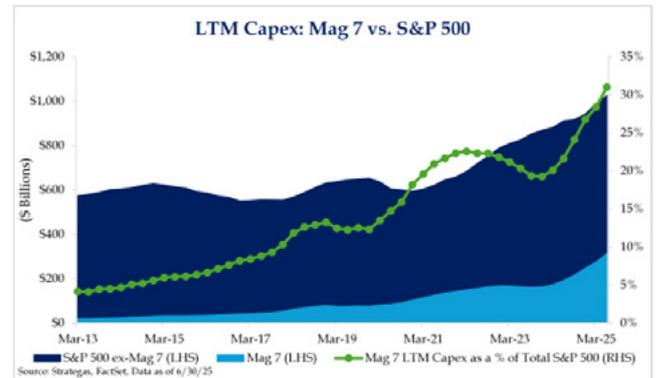
AI y el peso creciente del capex: un riesgo latente para el mercado

El sector exhibe márgenes de flujo de caja libre (FCF) cercanos al 20%, más del doble de los niveles observados en la era de la burbuja puntocom. El hecho de que las “Magnificent 7” concentren el 31% del capex total del S&P 500 —frente al 19% a fines de 2019— ilustra el nivel de concentración de este fenómeno y refuerza el riesgo de que una desaceleración en la inversión repercuta en todo el mercado.

La temporada de resultados más reciente mostró que los hyperscalers continúan financiando su expansión principalmente con flujo de caja, pero no sin costos: el FCF agregado se ha deteriorado en los últimos trimestres debido a la magnitud del capex.

Aunque por ahora los retornos sobre el capital invertido son positivos, la denominada “fiesta del capex” difícilmente pueda sostenerse indefinidamente. Eventualmente, estas compañías deberán enfrentar la tensión entre seguir invirtiendo en infraestructura y proteger la generación de caja, un dilema que podría condicionar tanto sus valuaciones como el apetito por riesgo en el conjunto del mercado accionario.

A ello se suma una divergencia que comienza a gestarse en las proyecciones de utilidades: mientras que en el corto plazo sigue siendo



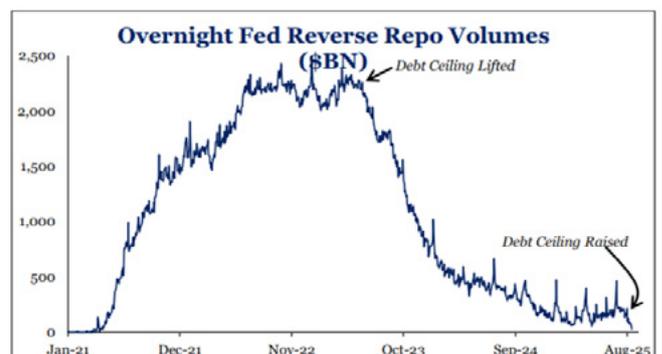
difícil apostar contra estos gigantes tecnológicos, las estimaciones sugieren que hacia la segunda mitad de 2026 el crecimiento de ganancias del resto de las compañías del S&P 500 superará al de las Mag 7. Este punto de inflexión es relevante, ya que podría modificar la narrativa dominante y reequilibrar el liderazgo dentro del índice.

Cabe recordar que, si las condiciones se deterioran, los hyperscalers siempre tienen la opción de redirigir capital desde el capex hacia recompras de acciones. No obstante, esta estrategia tendría un costo particular para firmas como Nvidia, cuya expansión de ingresos depende en gran medida de la continuidad de la inversión del resto de las Mag 7.

En suma, aunque el consumo estable y la inversión tecnológica siguen actuando como motores de crecimiento que amortiguan la desaceleración económica, el mercado enfrenta un riesgo creciente: la dependencia de un nivel de capex insosteniblemente alto por parte de unas pocas compañías. Una eventual moderación de esta dinámica podría traducirse en menor expansión de márgenes, revisión a la baja de utilidades y, en última instancia, un ajuste en las valuaciones del mercado en su conjunto.

Preparando el terreno para el fin del QT

Durante la pandemia, el programa de expansión cuantitativa de la Fed fue tan grande que las autoridades se “pasaron de rosca” en más de US\$2.000 billones. Ese exceso de liquidez terminó estacionado en la facilidad de Repos Inversos (RRP), un mecanismo que le permitió a la Fed mantener el control de su rango objetivo de tasas de interés. Cuando comenzó el proceso de



reducción del balance (QT), ese colchón de efectivo en el RRP funcionó como “amortiguador”: financió la no renovación de Treasuries sin que los bancos perdieran reservas de manera directa. Pero ese colchón se agotó: a mitad de agosto, el RRP cayó a solo US\$ 28.000 millones.

Esto implica que, en adelante, cada dólar de QT o de reconstrucción del TGA (la cuenta del Tesoro en la Fed) deberá financiarse drenando reservas bancarias. Y aquí está la clave: cuando se reducen reservas, se contrae la liquidez, lo que se traduce en condiciones financieras más restrictivas (tasas más altas en el mercado de financiamiento, menor apetito de riesgo, spreads más amplios). En otras palabras, el agotamiento del RRP deja al sistema financiero mucho más vulnerable a la escasez de liquidez. Este cambio de dinámica allana el camino para frenar o incluso terminar el QT. Hoy la Fed está dejando vencer US\$5.000 en Treasuries y US\$17.000 en MBS por mes. Detener el QT equivaldría a un alivio de alrededor de US\$264.000 en los próximos 12 meses.

No está del todo claro si la Fed pondrá fin al QT en setiembre, aunque la trayectoria de la política apunta en esa dirección. Si no ocurre este mes, es probable que suceda en el cuarto trimestre. La hoja de balance como porcentaje del PIB ya se acerca a niveles pre-COVID, las reducciones de balance siguen drenando reservas bancarias, el RRP prácticamente se agotó, y la Fed busca aumentar su exposición a T-bills para suavizar los descargos de vencimientos en su portafolio. En conjunto, esto sugiere que el banco central podría detener el run-off y comenzar a redirigir los vencimientos de MBS hacia nuevas compras de T-bills. Así, el fin del QT coincidiría con un apoyo adicional al Tesoro, al facilitar un aumento en la emisión de letras y reducir presión sobre los tramos largos de la curva. El momento actual —marcado por el pico del drenaje de liquidez— sería el más oportuno, aunque la implementación podría demorarse algunas semanas.

Hacia adelante, el Tesoro planea elevar la participación de T-bills desde 20% hasta 30% de su emisión total, con el fin de evitar un mayor impacto

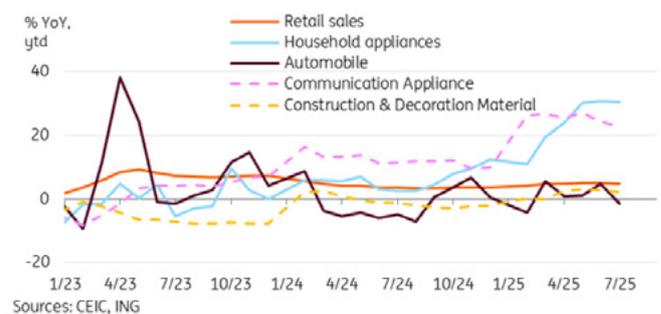
en los rendimientos de largo plazo. Pero con el RRP ya agotado, será necesario generar nueva demanda para absorber esa oferta adicional. En ese escenario, las compras de T-bills por parte de la Fed facilitarían el corrimiento del Tesoro hacia el extremo corto de la curva.

A su vez, un recorte de tasas podría actuar como contrapeso al drenaje de liquidez: abarataría el fondeo y aliviaría tensiones en los mercados de dinero, moderando el impacto de la caída de reservas bancarias sobre las condiciones financieras. Dicho de otro modo, aunque el sistema ahora opera con un “colchón” mucho más delgado tras la desaparición del RRP, una política monetaria más laxa puede amortiguar ese endurecimiento reduciendo spreads, incentivando la demanda de activos de riesgo y sosteniendo la capacidad del mercado para absorber la mayor emisión del Tesoro. En definitiva, la conjunción de ajustes en la hoja de balance de la Fed y el cambio en la estructura de emisión del Tesoro refleja una estrategia coordinada para evitar que la presión de oferta se traduzca en un repunte desordenado de los rendimientos en el tramo largo de la curva.

China: los datos de julio refuerzan la necesidad de estímulo adicional

Los datos de actividad publicados en julio confirmaron una pérdida de impulso en la economía china tras un buen arranque de 2025. Tanto las ventas minoristas como la inversión en activos fijos (FAI) y el valor agregado industrial sorprendieron a la baja, marcando los registros más débiles del año. Este conjunto de indicadores refuerza la percepción de que el crecimiento se encuentra nuevamente en una fase de desaceleración y que el gobierno deberá intensificar el uso de estímulos fiscales y monetarios en el segundo semestre si busca alcanzar la meta oficial de ~5% para 2025.

El mercado inmobiliario continúa siendo el mayor lastre para la economía. Los precios de la vivienda acumulan caídas de -10.7% en nuevas unidades y -18.8% en usadas desde sus máximos, con descensos mensuales por cuarto mes consecutivo. El gobierno evalúa mecanismos para absorber stock no vendido, pero la débil situación fiscal de los gobiernos locales reduce el margen de acción. Esto deja al sector inmobiliario atrapado en un círculo de sobreoferta, menor liquidez y caída de precios.



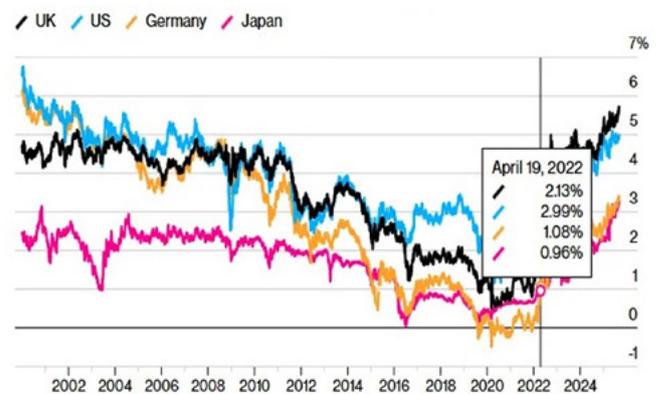
El crecimiento de las ventas minoristas se desaceleró a 3.7% interanual, frente al 4.8% previo y por debajo de lo esperado (4.6%), marcando el mínimo de 2025. Si bien categorías vinculadas a programas de “trade-in” (electrodomésticos, telecomunicaciones) siguen mostrando resiliencia, comienzan a dar señales de fatiga. El nuevo esquema de subsidios a créditos de consumo, que se lanzará en setiembre con préstamos de hasta RMB 50.000 y descuentos de tasas de 1%, puede dar cierto alivio en el margen. Sin embargo, el problema central es de confianza, no de acceso al crédito, lo que limita el impacto de estas medidas.

Los datos de julio pintan un panorama desafiante para el segundo semestre. La desaceleración del consumo, la persistente debilidad del inmobiliario y la caída de la inversión privada apuntan a que la economía enfrenta una desaceleración más profunda de lo previsto. El gobierno ha respondido con nuevas medidas de apoyo al crédito de consumo y discute mecanismos de absorción de inventario inmobiliario, pero la magnitud del deterioro sugiere que se necesitará un paquete de estímulo más amplio y sostenido, aunque sin agravar los desequilibrios de mediano plazo.

Renta fija

Mantenemos una postura neutral en duración, aunque cerca de acortarla

Los mercados de renta fija atraviesan una fuerte corrección: se registra una venta masiva en bonos soberanos de largo plazo (30 años), llevando las tasas de referencia a máximos no vistos en décadas. Los Treasuries a 30 años rondan nuevamente el 5%, niveles vistos por última vez en julio, mientras que Japón y Reino Unido enfrentan rendimientos que retroceden a umbrales propios de los años noventa.



Source: Bloomberg

Este repunte refleja la creciente exigencia de los inversores por mayor compensación frente al riesgo de sostener deuda pública en un contexto de déficits fiscales masivos, persistencia inflacionaria y reversión de los programas de compra de activos de los bancos centrales. El efecto se amplifica en la economía real: hipotecas, préstamos automotrices y financiamiento corporativo se encarecen, al tiempo que los gobiernos enfrentan un incremento sensible en el costo de servir niveles récord de deuda.

La combinación de tasas largas repuntando con fuerza, empinamiento de la curva y un oro en máximos históricos refleja una narrativa común: los mercados descuentan que los desequilibrios fiscales y monetarios han elevado

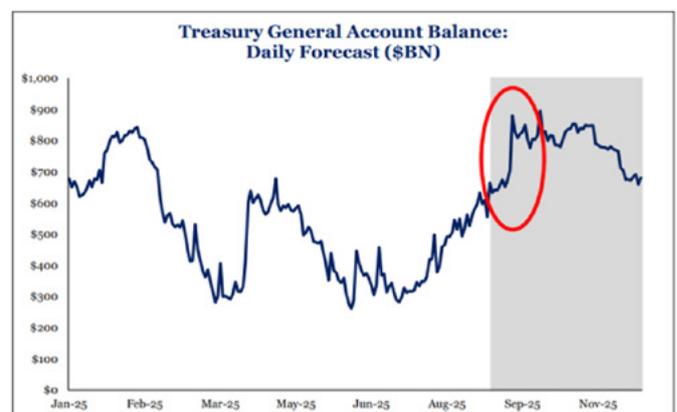


la prima de riesgo estructural en los activos de renta fija, incentivando la búsqueda de resguardo en activos reales.

Sin embargo, la dinámica de los rendimientos a 10 años en Estados Unidos ha mostrado un comportamiento diferente, retrocediendo en las últimas semanas en respuesta a la desaceleración en la actividad y al inminente reinicio del recorte de tasas de la Fed. Desde el informe de empleo del 1° de agosto, han salido USD 254 mil millones de liquidez neta del sistema bancario estadounidense. Sin embargo, el rendimiento a 10 años cayó de 4,4% a 4,1%, apartándose de su patrón histórico. Además de la menor creación de empleo y las expectativas de un crecimiento económico más débil, las crecientes apuestas a recortes de tasas por parte de la Fed están contribuyendo a esterilizar el drenaje de liquidez.

Al igual que en 2024, podría haber una baja inicial del rendimiento a 10 años antes del primer recorte, seguida de un repunte posterior. En aquel entonces, el 10yr cayó a 3,6% antes de rebotar hasta 4,6% hacia diciembre.

Además, hoy el contexto es distinto: la inflación está cerca del 3% y podría subir en los próximos meses por los aranceles, mientras que persisten riesgos fiscales y dudas sobre la independencia de la Fed. Setiembre concentrará más de USD 365 mil millones en un mes por la reposición del TGA, el pago de impuestos corporativos el 15 de setiembre y el QT. A diferencia de episodios previos, el RRP ya no puede amortiguar este drenaje. Los tres factores extraen dinero del sistema bancario vía caída en las reservas bancarias, y cuando eso



ocurre, las condiciones financieras se endurecen. En consecuencia, los rendimientos tienden a subir.

Estos factores sugieren que, aunque el 10yr podría perforar el nivel de 4%, esos niveles no serían sostenibles. La proyección más realista es que el 10yr vuelva a subir hacia 4,5% a medida que se confirmen nuevas presiones inflacionarias, lo que implicaría un empinamiento adicional de la curva.

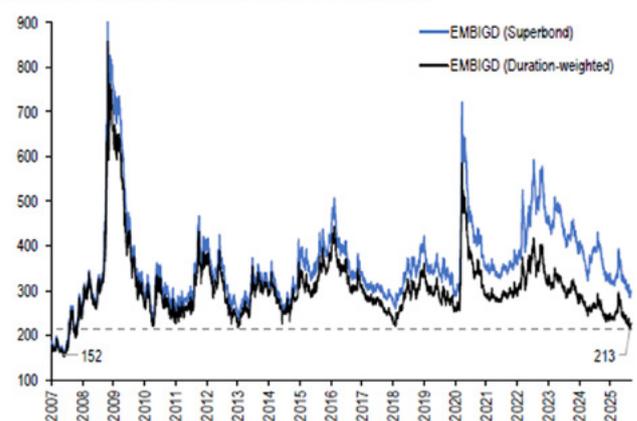
Continuamos favoreciendo el crédito grado de inversión

La emisión bruta se mantiene elevada, pero el financiamiento neto es bajo o incluso negativo, reduciendo la presión vendedora. Las métricas de crédito en IG siguen robustas, con flujos de caja estables y bajo riesgo de default, mientras que los spreads ajustados ofrecen un carry atractivo. En el caso de high yield, el margen adicional de reducción de spreads es limitado, lo que lo vuelve menos atractivo en relación a IG, en especial si el ciclo económico se modera más de lo previsto. Además, el high yield queda expuesto a mayor volatilidad en caso de un repunte inflacionario o deterioro mayor del empleo.

Deuda emergente: valuaciones exigentes en medio de un entorno técnico desafiante

La deuda emergente enfrenta un 2025 complejo en materia de valuaciones y riesgos. Los spreads soberanos en hard currency se mantiene históricamente bajos —cercanos a los mínimos de 2007— lo que deja poco espacio para compresiones adicionales ya que los beneficios de un dólar y tasas más bajas en EEUU ya parecen descontados. No solo lucen ajustados, sino que además han superado en rendimiento a

bp, EMBIGD (Superbond) STW, EMBIGD Dur-Wgt STW



los corporativos emergentes, lo que sugiere un margen limitado para seguir en esta línea.

En corporativos, la visión es más constructiva: los fundamentos siguen sólidos y los flujos continúan dando soporte al activo, aunque las valuaciones no son particularmente atractivas. El retorno esperado para 2025 se ubica en el rango de 7%-9%, explicado mayormente por el carry y no por compresión de spreads. El entorno técnico es desafiante.

Se espera un año récord de emisión: cerca de USD 240 mil millones en soberanos y USD 430 mil millones en corporativos, lo que supone presión de oferta. Sin embargo, este flujo está parcialmente compensado por un uso intensivo de programas de liability management y por un calendario de vencimientos elevado, que mantiene estable la dinámica de refinanciación, en especial en el sector corporativo.

En conclusión, posiblemente la deuda emergente seguirá ofreciendo retornos positivos, pero con un perfil más defensivo y dependiente del carry. Los inversores deberán ser selectivos, priorizando emisores con fundamentos más sólidos y evitando la exposición excesiva a soberanos donde la prima de riesgo luce insuficiente frente a los riesgos fiscales y políticos.

Renta Variable

Precios de “perfección” en medio de crecientes señales de exuberancia: estamos atentos para tomar una postura más defensiva con un horizonte de 6 a 9 meses

La muerte del excepcionalismo estadounidense ha sido ampliamente exagerada. Los sólidos resultados de la temporada de balances del 2T han impulsado al S&P 500 a nuevos máximos históricos, al tiempo que recuperó toda la pérdida relativa frente al MSCI Europa desde el día de las elecciones. Al final del día, más allá de la volatilidad política reciente en Washington, EE. UU. sigue siendo el lugar donde el capital recibe el mejor trato y donde se domicilian las compañías de mayor crecimiento.

Los informes sobre la supuesta muerte del excepcionalismo estadounidense, desde nuestra óptica, parecen estar ampliamente exagerados. A pesar de que el consenso había bajado la vara, el segundo trimestre superó incluso las proyecciones previas al “Día de Liberación”.

Pese al ruido en torno a los anuncios de aranceles, los fundamentos del mercado se han mantenido resilientes. El crecimiento de ingresos alcanza el 6,3%, superando el promedio de los últimos cuatro trimestres.

Las preocupaciones por una desaceleración en las ventas no se han materializado. Mirando hacia adelante, las estimaciones de EPS para todo 2025 vuelven a acercarse a los 270 dólares, mientras que las proyecciones de crecimiento para 2026 se mantienen firmes en torno al 14%. Varias compañías han intentado trasladar incrementos de precios, aunque el efecto sobre volúmenes sigue siendo incierto. Si las caídas de volumen resultan marginales, estos aumentos podrían sostener una mayor rentabilidad.

Las perspectivas de margen operativo para el S&P 500 siguen siendo saludables, ahora subiendo hasta 17,9%. Este nivel se acerca al máximo histórico alcanzado a fines de 2024. Lo alentador es que, mientras los márgenes sigan mejorando, históricamente el mercado ha evitado episodios de estrés severo.



Sin embargo, las alertas aumentan a medida que las acciones siguen avanzando de cara al inicio del nuevo ciclo de recortes de tasas. En un contexto de persistente incertidumbre económica y de política monetaria, las acciones han adoptado una narrativa fuertemente alcista, apoyada en la convicción de que se está gestando un boom de inversión de capital, liderado por la inteligencia artificial generativa y potenciado por los estímulos corporativos contenidos en la reciente One Big Beautiful Bill Act.

A este entusiasmo se suman factores adicionales: la expectativa de que la Fed retome el ciclo de flexibilización en setiembre; la percepción de que los temores iniciales sobre los aranceles han quedado superados; y las estimaciones de que las ganancias de productividad corporativa impulsen una expansión de los márgenes entre 2026 y 2027, lo suficiente para respaldar proyecciones de beneficios del S&P 500 de 14% en 2026.

No obstante, con una relación precio/beneficio de 22,8 veces, el margen de decepción es mínimo. Y las fuentes de riesgo no son menores: i) las utilidades proyectadas para 2026-2027 enfrentan amenazas por mayores costos arancelarios, enfriamiento del consumo y presión sobre márgenes; ii) las Magnificent Seven ya muestran contracción en el free cash flow, lo que eleva la exigencia de justificar la magnitud del capex en centros de datos; y iii) la independencia de la Fed podría erosionarse si la política monetaria se torna rehén de objetivos políticos, reavivando

riesgos inflacionarios y por lo tanto manteniendo tasas altas que suelen ser incompatibles con múltiplos de valuación elevados. En suma, el mercado descuenta un escenario casi perfecto, pero el equilibrio es frágil: basta con que uno de estos riesgos se materialice para detonar el inicio de una corrección.

El sector de salud se presenta como una apuesta atractiva en la actualidad. A pesar de la persistencia de titulares adversos y del riesgo regulatorio proveniente de Washington, las valuaciones del sector salud han convergido hacia niveles más razonables. El sector llegó a cotizar a un múltiplo precio/flujo de caja libre de 23x, el más elevado de la última década.

Hoy se ubica en torno a 16,5x, en línea con sus promedios históricos. Si bien persiste un viento de frente secular vinculado a posibles recortes en el gasto público, gran parte de este riesgo ya está descontado en las cotizaciones. El mercado descuenta dos recortes de 25 puntos básicos en 2025 y hasta tres adicionales en 2026. De concretarse, un costo de capital más bajo podría favorecer directamente a la industria biotecnológica, históricamente sensible al ciclo de tasas.

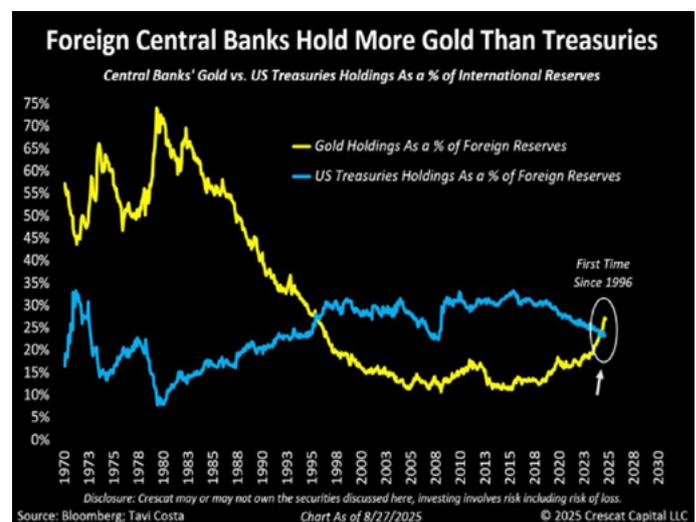
Además, menores tasas de interés también facilitarían una nueva ola de fusiones y adquisiciones, constituyendo otro viento de cola para la biotecnología. Los deals se espera que aceleren en toda la industria, ya que las grandes farmacéuticas tienen ventas futuras presionadas por vencimiento de patentes mientras que mantienen altos niveles de caja y bajo endeudamiento.

Commodities

El oro hace breakout y se encamina a los \$3800 la onza

El oro ha superado los \$3500, quebrando los máximos de mediados de abril y dejando atrás de manera categórica la pausa de casi cinco meses que siguió al rally post-aranceles. Si bien en su momento existían dudas sobre si el techo de abril sería más estructural, el mercado ha demostrado lo contrario. La señal no proviene solo del metal: la plata fue la primera en quebrar resistencias y las acciones mineras venían anticipando este movimiento desde hace semanas. El empinamiento de las curvas globales acompaña este renovado impulso del complejo de metales preciosos.

El renovado interés por el oro no responde únicamente a factores técnicos o al movimiento de las tasas largas. También se inscribe en un fenómeno estructural de desdolarización: cada vez más bancos centrales muestran una preferencia creciente por acumular oro en lugar de dólares. De hecho, por primera vez en casi tres décadas, las tenencias oficiales de oro superan a las de dólares estadounidenses.



Este cambio en la composición de reservas internacionales refleja la búsqueda de activos percibidos como más “neutrales” frente a las tensiones geopolíticas y al deterioro de la posición fiscal de EE.UU.

Los metales industriales se han recuperado desde los mínimos de principios de abril y actualmente se mantienen apenas por encima de su media móvil de 200 días. Las expectativas de nuevos estímulos por parte de los responsables de política en China han brindado cierto soporte a los precios.

No vemos el potencial del estímulo sea capaz de resolver los problemas estructurales de la economía, aunque podría aportar algo de soporte a la demanda de metales industriales. Durante gran parte del último año, las autoridades han lidiado con una marcada desaceleración, la cual probablemente se vea agravada por la imposición de aranceles de importación por parte de EE. UU.

Es probable que los responsables de política en China logren evitar un colapso, pero contener la desaceleración no equivale a reactivar el crecimiento de manera significativa. Petróleo: riesgo geopolítico subestimado, anuncios de OPEP+ sobreestimados. Las probabilidades de una disrupción significativa en el mercado petrolero han caído de manera sustancial tras el alto el fuego entre Irán e Israel, aunque esa evaluación podría cambiar si Rusia se rehúsa a avanzar en conversaciones de paz con Ucrania.

Actualmente, el mercado tiende a minimizar riesgos geopolíticos, especialmente en relación con posibles sanciones secundarias sobre el petróleo ruso por parte de Estados Unidos. Muchos inversores consideran que las amenazas de Trump son solo un "bluff", pero la evidencia histórica y la estrategia de máxima presión sugieren que sí actuaría antes de cerrar un acuerdo. Rusia ha desafiado la política estadounidense sobre Ucrania y esto podría desencadenar sanciones más estrictas contra compradores de crudo ruso.

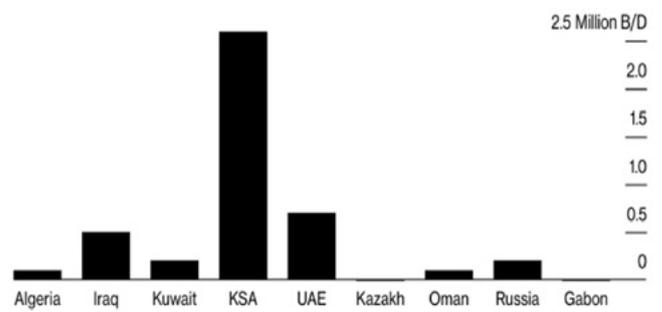
China, India y Turquía importan el 73% de las exportaciones rusas, por lo que la aplicación de aranceles o sanciones tendría un impacto limitado en la economía global pero suficiente para reducir la oferta de crudo y,

por ende, presionar al alza los precios. Por otro lado, OPEP+ acordó en principio volver a incrementar la producción de crudo en octubre, un giro significativo desde la defensa de precios hacia la priorización de la cuota de mercado.

La decisión sorprende a muchos analistas y se produce a pesar de que los precios del petróleo ya han caído un 12% en lo que va del año, en medio de temores de un inminente superávit de oferta. Sin embargo, el volumen real de nuevo crudo que llegue al mercado podría ser menor al anunciado, ya que varios países miembros carecen de capacidad excedente, dejando a Arabia Saudita como el principal origen del aumento.

OPEC+ Doesn't Have Much Oil to Spare

Saudi Arabia holds the bulk of unused production



Source: IEA

En síntesis, el mercado está subestimando el riesgo de sanciones secundarias y la posibilidad de reducción de oferta rusa mientras pone demasiadas expectativas en los anuncios de la OPEP+. Por el lado de la demanda, la aceleración en la construcción de data centers para IA garantiza un crecimiento saludable. Seguimos positivos en petróleo.

Divisas

El dólar se estabiliza, pero no tracciona

El panorama de corto plazo sugiere que el dólar debería repuntar en los próximos meses. El Tesoro estadounidense enfrentará una fuerte necesidad de financiamiento tras la reforma fiscal y, con ello, acelerará la reposición de la Cuenta General del Tesoro (TGA), que se proyecta pase a casi USD 900.000 millones en setiembre. Este proceso implica un drenaje de liquidez del orden de USD 350.000 millones, trasladando fondos desde el sistema bancario hacia la TGA y reduciendo la base monetaria efectiva. Históricamente, shocks de esta magnitud han coincidido con un dólar más fuerte y tasas más altas en los Treasuries, endureciendo las condiciones financieras.

Si bien la Reserva Federal podría contrarrestar parcialmente este efecto con un recorte de tasas—incluso de 50 pb en septiembre—, la experiencia reciente muestra que una política monetaria expansiva no elimina por completo la presión alcista sobre los rendimientos ni la inercia del dólar. En suma, la combinación de mayor emisión del Tesoro, drenaje de liquidez y recomposición acelerada de la TGA apunta a un escenario en el que el dólar encontrará respaldo por los próximos meses, aun en un contexto de política monetaria más laxa.

Asset Allocation – setiembre 2025

	Perspectiva global				Comentarios		
	1 a 6 meses		6 a 12 meses				
Asset Allocation global	-	0	+	-	0	+	
Acciones							Mantenemos una posición UW desde el punto de vista táctico después de las fuertes subas de los últimos meses. Una Fed más down y el inicio de recortes de tasas puede alentar a tomar riesgos y una suba parabolica en los índices hacia fines de setiembre
Bonos							Tasas en rango 3Q25. Carry atractivo. La fuerte revisión de los datos de empleo contrarrestan el efecto expansivo sobre las tasas por mayor emisión.
Materias primas		→			→		El petróleo y gas natural están subiendo, mientras que los metales industriales parecen haber finalizado la consolidación. Metales preciosos en modo breakout
Alternativos							Seguimos viendo valor en el crédito privado aunque los spreads en senior direct lending no son tan atractivos como 1 año atrás. Creciente valor en private equity. Alternativos líquidos como long/short y global macro surgen como opciones atractivas ante volatilidad en los rendimientos de deuda.
Criptomonedas							Con las fuertes subas observadas en los últimos meses, crecen las posibilidades que estemos cerca de un tope relevante
Cash				→			Mantenemos cash para ser selectivos con las compras
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							Es prematuro decretar el fin del liderazgo cíclico, especialmente considerando una brecha de productividad en expansión respecto al resto del mundo, lo que reduce las probabilidades de una desaceleración prolongada en el crecimiento relativo de ganancias en EE.UU. La suba reciente ha estado liderada por las megacap gracias a la narrativa de productividad vía AI, pero hay señales de exceso y una estructura de mercado cada vez más exigente.
Europa					→		El giro hacia políticas fiscales procíclicas en Alemania y potencialmente en toda la Eurozona impulsará el crecimiento y favorecerá a la renta variable, aunque persisten desafíos estructurales significativos. De corto plazo se puede ver afectada por el repunte del dólar y ruido político
Japón							La posibilidad que el yen continúe debilitándose en los próximos meses vuelve a la renta variable japonesa más atractiva.
Asia							Positivo en aquellas regiones que se beneficien del impulso de las materias primas y de una mejora en la demanda interna. China ha liderado la suba por el liderazgo en AI y expectativas de estímulo mientras que India se está viendo afectada por el ruido comercial en momentos que las valuaciones se mantienen altas.
América Latina		→					Los fundamentos han mejorado, pero sigue siendo una apuesta de alto beta. El ruido comercial ha afectado a Brasil. El repunte en el dólar presenta una oportunidad para incrementar en los próximos meses en caso que los precios caigan
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							Fuerte suba desde comienzos de abril. Pausa esperada de corto plazo. Aún existen riesgos regulatorios, especialmente en hardware y semis. Sin embargo, el sector mantiene liderazgo en calidad, crecimiento y márgenes. De corto plazo presenta señales de sobreextensión aunque la narrativa AI sigue firme.
Comunicaciones						→	Tanto entretenimiento (bajo costo) como el sector más defensivo de telecomunicaciones (orientación hacia servicios no cíclicos y su exposición limitada a los aranceles) deberían destacarse. Consolidación de corto tras la fuerte suba.
Consumo discrecional							Tras el fuerte rebote, parece estar entrado en un período de consolidación. Sigue vulnerable a una caída en el gasto del consumidor en un horizonte más largo
Financiero							Solidez de los fundamentales y los vientos de cola seculares asociados a la nueva administración, con una posible relajación de algunas normas que podrían llevar a aumentar préstamos y buybacks
Industriales							Mantenemos una posición sobreponderada por impulsores estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e infraestructura eléctrica. Pausa tras las fuertes subas
Materiales					→		Riesgo inflacionario impacta positivamente
Energía							La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero fundamentos positivos de mediano plazo. Los dividendos y recompras de las grandes petroleras probablemente vuelvan a superar el gasto de capital
Consumo básico							Sector que no está barato pero que suele mostrar un mejor comportamiento relativo en momentos de desaceleración en ganancias. Valuación atractiva, posibilidad de destacarse en los próximos meses
Salud							Sector muy castigado. Buena combinación de sectores cíclicos y defensivos. Mejores expectativas de ganancias tras condiciones de sobreventa, aunque persisten riesgos por posibles cambios regulatorios
Servicios públicos						→	Positivos dada la combinación de características defensivas y los vientos de cola del crecimiento secular derivados del aumento de la demanda interna de energía. Upside limitado de corto plazo en caso de repunte en rendimiento de deuda
Real estate							Se beneficia de menores tasas y sesgo defensivo. Upside limitado de corto plazo en caso de repunte en rendimiento de deuda
Renta fija	-	0	+	-	0	+	
Duration							Los rendimientos de deuda se han mantenido mayormente dentro del rango 4.0%-4.5%. Nuestra expectativa es que continúe esta tendencia. Riesgo de sobrereacción a la baja de corto plazo
Soberana desarrollada							MBS ofrece rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries
Corporativo (Investment grade)							Los spreads actuales ofrecen mejor valor relativo y son consistentes con una desaceleración en la economía
Corporativo (high yield)							Los spreads han vuelto a comprimir, sigue sin compensar mayormente el riesgo
Emergente						→	Deuda emergente enfrenta valuaciones exigentes en soberanos y un entorno técnico desafiante por récord de emisiones, pero los corporativos destacan como la mejor oportunidad relativa gracias a su carry atractivo y fundamentos más sólidos.
Materias primas	-	0	+	-	0	+	
Petróleo							La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero los fundamentos cíclicos dominan las perspectivas de mediano plazo. Si bien puede caer de corto plazo, tenemos una visión alcista sustentada por una mejora en la demanda y sin señales de shocks relevantes por el lado de la oferta.
Metales básicos		→					La desglobalización y la fragmentación de las cadenas de suministro son positivas. El dólar representa un lastre de corto plazo en caso que se fortalezca, aunque de mediano plazo es positivo
Oro							Mantenemos una visión positiva de largo plazo sobre el oro como reserva de liquidez ante la erosión de monedas fiduciarias y la desglobalización. La consolidación parece haber finalizado. La apreciación del dólar en los próximos meses representa el principal lastre.
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							El dólar se ha estabilizado tras la emisión de deuda neta y recomposición de la TGA, pero no tracciona.
Yen							Parece haber comenzado en junio un proceso de debilitamiento tras las menores tensiones comerciales
Monedas emergentes							Tras la fortaleza de la primera parte del año, esperamos una pausa, en línea con el repunte del dólar

■ Fuerte underweight
■ Underweight
■ Neutral
■ Overweight
■ Fuerte overweight

*En relación al MSCI World

Rendimientos históricos.

	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
10-Year UST	13.24%	MSCI EM	REITS	10-Year UST	Global HY	MSCI Japan	REITS	MSCI Japan	Russell 2000	MSCI China	2-Year UST	REITS	MSCI China	REITS	Commodities	S&P500	S&P500	MSCI China
2-Year UST	3%	Global HY	Russell 2000	Inflation Bonds	REITS	Russell 2000	S&P 500	MSCI Europe	Global HY	MSCI EM	10-Year UST	S&P 500	Russell 2000	Commodities	MSCI Japan	MSCI Europa	MSCI China	MSCI Europe
U.S. Agg Bond	2.99%	MSCI China	Global HY	REITS	MSCI Japan	S&P 500	MSCI Japan	REITS	Commodities	S&P 500	U.S. Agg Bond	Russell 2000	S&P 16.2%	S&P 28.0%	2-Year UST	MSCI Japan	Russell 2000	MSCI EM
EM LC Debt	0.58%	EM HC Sov	MSCI EM	EM HC Sov	MSCI China	MSCI Europe	10-Year UST	2-Year UST	S&P 500	MSCI Japan	Inflation Bonds	MSCI Europe	MSCI EM	Russell 2000	US HY	Russell 2000	Global HY	MSCI Japan
U.S. IG - Debt	4.74%	REITS	EM LC Debt	U.S. IG	EM HC Sov	Global HY	EM HC Sov	EM HC Sov	8.88%	EM LC Debt	Global HY	MSCI Japan	Inflation Bonds	MSCI Europe	Inflation Bond	Global HY	Commodities	EM LC Debt
Inflation Bonds	6.2%	MSCI Europe	S&P 500	U.S. Agg Bond	MSCI EM	REITS	MSCI China	10-Year UST	MSCI EM	Russell 2000	REITS	MSCI China	10-Year UST	MSCI Europe	EM LC Debt	REITS	US HY	S&P500
EM HC Sov	-12.86%	Russell 2000	EM HC Sov	Global HY	EM LC Debt	MSCI China	U.S. IG	S&P 500	EM HC Sov	EM HC Sov	EM HC Sov	Commodities	Global HY	Inflation Bonds	Global HY	EM HC Sov	MSCI Japan	EM HC Sov
U.S. HY	24.53%	S&P 500	MSCI Europe	2-Year UST	Russell 2000	2-Year UST	MSCI EM	U.S. Agg Bond	EM LC Debt	Global HY	U.S. IG	MSCI EM	MSCI Japan	Global HY	US Agg Bond	EM LC Debt	MSCI EM	Global HY
Global HY	26.88%	EM LC Debt	Commodities	EM LC Debt	S&P 500	U.S. HY	Russell 2000	Inflation Bonds	U.S. HY	REITS	EM LC Debt	Global HY	EM HC Sov	US HY	10yr UST	MSCI EM	EM HC Sov	Russell 2000
Russell 2000	35.14%	U.S. HY	10-Year UST	S&P 500	MSCI Europe	Commodities	U.S. Agg Bond	Global HY	Inflation Bonds	MSCI Europe	S&P 500	U.S. IG	US IG	US IG	US IG	US HY	REITS	US Agg Bond
REITS	37.56%	Commodities	U.S. IG	U.S. HY	U.S. HY	EM HC Sov	Inflation Bonds	U.S. IG	U.S. IG	Commodities	U.S. HY	EM HC Sov	US Agg Bond	US Agg Bond	MSCI Europe	US Agg Bond	MSCI Europe	Commodities
S&P 500	38.28%	MSCI Japan	Inflation Bonds	Commodities	Inflation Bonds	U.S. Agg Bond	2-Year UST	Russell 2000	2-Year UST	U.S. IG	Russell 2000	EM LC Debt	EM LC Debt	2-yr UST	S&P	US IG	US IG	Inflation Bonds
MSCI Japan	43.62%	U.S. IG	U.S. HY	Russell 2000	U.S. IG	EM LC Debt	Global HY	U.S. HY	U.S. Agg Bond	U.S. Agg Bond	MSCI Europe	U.S. HY	2-Year	EM HC Sov	EM HC Sov	Inflation Bonds	Inflation Bonds	10-Year UST
MSCI Europe	45.52%	Inflation Bonds	MSCI China	MSCI Europe	10-Year UST	U.S. IG	EM LC Debt	MSCI China	MSCI Europe	U.S. HY	Commodities	10-Year UST	US HY	MSCI EM	MSCI EM	2-Year UST	US Agg Bond	US IG
Commodities	45.75%	U.S. Agg Bond	U.S. Agg Bond	MSCI EM	U.S. Agg Bond	MSCI EM	U.S. HY	EM LC Debt	10-Year UST	Inflation Bonds	MSCI Japan	Inflation Bonds	REITS	10yr UST	Russell 2000	10-Year UST	2-Year UST	REITS
MSCI EM	50.16%	2-Year UST	2-Year UST	MSCI China	2-Year UST	10-Year UST	MSCI EM	MSCI EM	MSCI China	10-Year UST	MSCI EM	U.S. Agg Bond	MSCI Europe	EM LC Debt	MSCI China	Commodities	10-Year UST	US HY
MSCI China	52.23%	10-Year UST	MSCI Japan	MSCI Japan	Commodities	Inflation Bonds	Commodities	Commodities	MSCI Japan	2-Year UST	MSCI China	2-Year UST	Commodities	MSCI China	REITS	MSCI China	EM LC Debt	2-Year UST

Datos al 10 de septiembre 2025

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4.45	0.7%	1.0%	0.4%	-0.6%	4.1%
US Aggregate Bond Index	100.44	1.2%	1.4%	2.5%	-1.2%	3.7%
US Treasury 3M	3.92	-16.1	-33.0	-43.8	-108.6	-40.1
US Treasury 1Yr	3.51	-25.1	-43.3	-56.9	-61.7	-64.7
US Treasury 2Yr	3.58	-0.9	-18.9	-37.3	-6.2	-66.2
US Treasury 10Yr	4.09	-6.9	-19.4	-32.9	43.9	-47.9
US Treasury 30Yr	4.76	-9.8	-9.8	-16.3	78.9	-2.7
Alemania 10Yr	2.66	-5.4	-3.1	13.0	55.3	29.9
China 10Yr	1.83	7.7	10.9	14.7	-27.7	16.2
Japon 10 Yr	1.58	-1.5	9.0	11.6	72.7	49.0
Sob Bz 10Yr - USD	4.77	-11.4	-16.4	-61.4	-169.9	-199.5
IG - 5 YEAR SPREAD	49.1 	-2.2 	-2.1 	-4.3 	-3.7	-0.8
HY - 10 YEAR SPREAD	 263.0	3.0	-8.0	-33.0	-99.0 	-29.0
EMBI Global Spread	268.8	-2.7	-2.4	-21.7	-86.4	-27.9

Acciones						
MSCI World	4223.7	0.8%	2.7%	7.5%	18.0%	13.9%
VIX	15.2	-0.8%	-6.6%	-12.1%	-14.2%	-12.5%
S&P500	6532.0	1.3%	2.5%	8.5%	17.6%	11.1%
Nasdaq	21886.1	1.8%	2.3%	11.6%	25.8%	13.3%
Russell 2000	2378.0	1.2%	7.3%	10.7%	13.0%	6.6%
Russell Value	1974.6	0.4%	3.0%	5.1%	9.5%	8.3%
Russell Growth	4590.7	2.3%	2.5%	11.6%	26.4%	13.6%
MSCI Europa Desarrollados	60.0	1.4%	1.0%	0.6%	20.1%	27.0%
Eurostoxx	59.8	1.0%	1.2%	-0.4%	19.4%	23.8%
Dax	23630.4	-0.6%	-1.9%	-1.3%	28.9%	18.7%
FTSE	9263.5	0.5%	1.5%	4.5%	13.1%	13.3%
MSCI Japón	80.4	3.1%	3.3%	9.1%	15.5%	19.8%
Nikkei	44372.5	4.2%	6.1%	15.5%	24.6%	11.2%
MSCI Mercados Emergentes	1307.5	3.6%	4.1%	8.1%	23.5%	21.6%
MSCI China	86.1	4.6%	8.1%	12.3%	57.2%	33.1%
Shangai (in CNY)	3875.3	2.9%	6.2%	13.9%	42.4%	15.6%
MSCI India	53.2	1.0%	1.7%	-3.9%	-6.9%	1.0%
MSCI Brasil	1520.9	2.6%	7.0%	6.7%	2.8%	29.3%
Ibovespa (in BRL)	142348.7	1.8%	5.0%	3.8%	5.7%	18.3%
MSCI Mexico	6756.9	2.0%	3.9%	6.1%	25.2%	36.0%
MSCI Argentina	74.1	-4.8%	-12.7%	-15.1%	11.9%	-10.4%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	98.0	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-3.6%	-9.7%
Euro	1.17	0.3%	0.6%	1.8%	6.1%	12.9%
Pound Sterling	1.35	0.5%	0.6%	-0.3%	3.5%	7.9%
Yen	148.0	0.4%	-2.4%	-2.4%	-3.9%	5.9%
Renminbi	7.13	0.2%	0.9%	0.9%	-0.1%	2.4%
Real	5.41	0.8%	3.0%	3.0%	4.4%	12.4%
Peso Mexicano	18.6	0.6%	1.5%	1.5%	6.0%	10.5%
Sol	3.48	1.5%	4.2%	4.2%	8.6%	7.4%
CL Peso	962.8	0.6%	-2.4%	-2.4%	-1.4%	3.4%
CO Peso	3925.1	2.0%	6.7%	6.7%	8.3%	10.9%
Bitcoin	113960.5	3.4%	-4.1%	4.6%	98.2%	21.6%
Ethereum	4412.3	3.1%	3.9%	56.7%	87.9%	31.8%

Commodities						
S&P Commodity index	3866.0	0.4%	2.9%	2.4%	14.9%	5.7%
Petroleo (Brent)	67.4	0.6%	1.2%	-3.4%	-4.5%	-9.7%
Petroleo (WTI)	63.6	0.1%	-0.6%	-6.7%	-5.6%	-11.4%
Soja, cUS/bushel	1005.5	-1.0%	4.0%	-4.9%	2.9%	0.7%
Trigo, cUS/bushel	495.0	-1.8%	-3.8%	-7.4%	-11.4%	-10.2%
Maiz, cUS/bushel	397.3	-0.6%	3.2%	-9.1%	4.4%	-13.4%
Oro, \$/oz	3618.4	2.0%	8.3%	7.8%	44.1%	37.9%
Plata, \$/oz	41.0	0.7%	8.9%	13.0%	42.9%	41.8%
Iron Ore CNY/ton	845.5	2.9%	3.1%	12.1%	19.3%	8.5%
LME Lithium Hydroxide CIF	9483.6	1.1%	19.2%	14.9%	-6.6%	0.1%
Aluminium, \$/tonne	2625.0	0.2%	0.6%	5.3%	12.3%	2.9%
Lead, \$/tonne	1987.0	-0.4%	-1.0%	0.3%	1.6%	1.8%
Nickel, \$/tonne	15146.0	-1.0%	-0.1%	-1.1%	-3.8%	-1.2%
Tin, \$/tonne	34606.0	-0.2%	2.9%	5.8%	13.3%	19.0%
Zinc, \$/tonne	2886.5	0.9%	2.1%	8.6%	6.4%	-3.1%
Cobre, \$/tonelada	9965.3	0.4%	2.7%	1.3%	11.8%	14.9%

Fuente: Bloomberg

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