

| Visión de mercado

Hacia una nueva fase de expansión en el primer trimestre

Datos

Los datos económicos aun muestran un proceso de estabilización de la economía americana, pero algunos indicadores adelantados sugieren que la actividad se encamina a un rebote más fuerte de lo esperado en los primeros meses de 2026.

Inflación

La inflación no es un problema inmediato, aunque el verdadero desafío llegará cuando el estímulo se filtre a la actividad.

FED

La Fed se encuentra en modo pausa, aunque la expansión esperada del balance para los primeros meses del año equivale a un recorte adicional en la tasa.

Suprema corte

La decisión de la Suprema Corte introduce incertidumbre institucional y ruido de corto plazo, pero no altera de manera sustancial el escenario macro de base. Para los mercados, se trata más de un evento de volatilidad táctica que de un verdadero punto de inflexión macroeconómico.

Asset Allocation

En términos de asset allocation, mantenemos el overweight en renta variable. Esperamos que el mercado mantenga una trayectoria alcista durante el primer trimestre, apoyado en fundamentos sólidos y liderazgo cíclico. Más allá de ese horizonte, el riesgo político en EE.UU. y la elevada concentración del crecimiento aumentan la probabilidad de episodios de volatilidad y corrección. Las pequeñas compañías siguen estando atractivas.

| Visión de mercado

Hacia una nueva fase de expansión en el primer trimestre

Commodities

Los commodities pueden convertirse en uno de los grandes temas macro de 2026. La combinación de escasez estructural, subinversión prolongada, vientos monetarios favorables y posicionamiento liviano crea una asimetría atractiva al alza. Tanto los precios spot como las acciones ligadas a commodities ofrecen una oportunidad que el mercado, por ahora, parece seguir subestimando. En Venezuela, aun con inversiones agresivas, una recuperación rápida en la producción de petróleo tomaría años. El principal riesgo alcista proviene de una posible escalada geopolítica mayor, especialmente con Irán.

Balance

El balance de riesgos para los rendimientos globales sigue sesgado al alza, con Estados Unidos enfrentando presiones estructurales que apuntan a curvas más empinadas y a una mayor prima al vencimiento, aun cuando factores técnicos contengan las tasas largas en el corto plazo. La combinación de menor demanda externa —liderada por Japón—, estímulo fiscal persistente y riesgos institucionales en torno a la Fed refuerza el escenario de rendimientos más altos en los tramos largos. En este contexto, una postura de duration neutral en renta fija parece apropiada.

Investment grade

Investment grade enfrenta presión por emisión ligada a AI y M&A, con retornos en exceso limitados, mientras que en high yield el atractivo del carry queda contrarrestado por spreads ajustados y mayor riesgo de deterioro crediticio. En deuda emergente, el telón de fondo macro sigue siendo relativamente favorable, pero con poco margen para compresión adicional de spreads y retornos cada vez más dependientes del carry.

Dólar

El dólar se mantiene lateralizando. Creemos que veremos renovadas subas en los próximos meses, impulsado en esta etapa por un mayor crecimiento en Estados Unidos, pero el sesgo secular apunta a una tendencia bajista más persistente en los próximos años.

| Situación macro

Mayor crecimiento al esperado al comenzar 2026

La economía global continúa atravesando un entorno de shocks recurrentes —recientemente, la suba de tasas del Banco de Japón y el aumento de los rendimientos de los bonos soberanos japoneses—, pero los indicadores cíclicos sugieren que sigue absorbiendo estos impactos mejor de lo anticipado. Señales como el repunte del cobre y la estabilidad de las condiciones crediticias globales apuntan a una resiliencia subyacente del ciclo.

En este contexto, Estados Unidos sigue siendo la principal ancla del crecimiento global. La divergencia más llamativa del último año ha sido entre el sentimiento del consumidor —consistentemente deprimido según las encuestas de la Universidad de Michigan y el Conference Board— y su comportamiento efectivo: el gasto se mantiene firme (ver gráficos). Esta resiliencia se ha reflejado en un perfil de crecimiento real del PIB muy volátil pero robusto (-0,6% t/t anualizado en 1T, +3,8% en 2T y +4,3% en 3T). La Fed de Atlanta estima 5.4% para el 4T.

Es innegable que el mercado laboral muestra señales de enfriamiento. La tasa de desempleo subió a 4,6% en noviembre y las nóminas no agrícolas han oscilado por debajo de 40k, con revisiones que podrían revelar mayor debilidad.



Las preocupaciones inflacionarias han perdido tracción.

Incluso corrigiendo por distorsiones técnicas vinculadas al shutdown del gobierno y a la medición del componente shelter, el IPC de noviembre habría sido cercano a 2,85% interanual: un dato inferior a las expectativas y consistente con inflación anclada.

Además, el boom de capex tecnológico asociado a la IA sigue prometiendo ganancias de productividad, un ancla clave contra presiones inflacionarias estructurales. Dicho esto, el verdadero desafío inflacionario podría emerger más adelante en 2026, cuando el impulso fiscal, monetario y regulatorio comience a materializarse plenamente.

| Situación macro

Política monetaria y fiscal: un fuerte impulso para 2026

La Reserva Federal se está acercando a una postura neutral. Incluso si decide “saltar” enero, el margen para recortes adicionales en 2026 sigue abierto. Más importante aún, la expansión del balance de la Fed —con compras de T-bills por USD 57.000 millones mensuales hasta abril— equivale, en términos macro, a al menos un recorte adicional de tasas.

La Reserva Federal se está acercando a una postura neutral. Incluso si decide “saltar” enero, el margen para recortes adicionales en 2026 sigue abierto. Más importante aún, la expansión del balance de la Fed —con compras de T-bills por USD 57.000 millones mensuales hasta abril— equivale, en términos macro, a al menos un recorte adicional de tasas.

Este conjunto de medidas configura lo que algunos dentro de la administración describen como una política de “shock and awe”: una rotación desde la austeridad asociada a los aranceles hacia un fuerte estímulo de oferta y demanda a comienzos de 2026.



Suprema Corte, aranceles y riesgo macro: más ruido institucional que shock económico

El foco de corto plazo de los mercados se ha desplazado hacia la Suprema Corte de EE.UU. (SCOTUS), ante la posibilidad de un fallo inminente sobre la legalidad de los aranceles impuestos bajo la autoridad de la International Emergency Economic Powers Act (IEEPA), más concretamente el viernes 9 de enero. El solo hecho de que la Corte haya designado un “opinion day” adicional activó las alarmas: históricamente, los fallos relevantes suelen publicarse en días de sesión formal, y este patrón refuerza la probabilidad de una resolución inmediata.

Sin embargo, desde una perspectiva macro y de política económica, el riesgo de cola es menor de lo que sugiere la reacción inicial del mercado. El consenso estratégico —con el que coincidimos— es que la Corte no está evaluando si el Ejecutivo puede imponer aranceles, sino cómo puede hacerlo. Esta distinción es crítica. Un fallo adverso para la administración no eliminaría el régimen arancelario, sino que obligaría a una reconfiguración legal del mismo.

| Situación macro

Sustitución rápida del marco legal: **continuidad más que ruptura**

En el escenario base, si SCOTUS invalida los aranceles bajo IEEPA, la administración cuenta con un plan de reemplazo inmediato. La vía más rápida sería la Sección 122, que permite imponer aranceles de emergencia de corto plazo, cubriendo aproximadamente el 80% del universo actual. Posteriormente, la Sección 301 podría restablecer el restante 20%, aunque con un rezago de varios meses debido a los requerimientos administrativos y de consulta.

El verdadero canal de transmisión: **los reembolsos**

El aspecto más relevante del fallo no es la continuidad de los aranceles, sino el tratamiento de los reembolsos. Si la Corte no solo invalida el uso de IEEPA, sino que además extiende el derecho a reembolsos más allá de los demandantes directos —un escenario que consideramos probable—, se abriría un proceso de devolución con consecuencias fiscales y microeconómicas.

Impacto de mercado: **volatilidad táctica, no cambio de régimen**

En el corto plazo, un fallo de SCOTUS puede generar movimientos desordenados en rendimientos de deuda, acciones y sectores intensivos en comercio. Pero estructuralmente, el impacto debería ser transitorio. La combinación de sustitución legal rápida, reembolsos graduales y un entorno de política monetaria más acomodaticia limita el daño macro.

| Mercados financieros - Renta fija

Rendimientos globales: fuerzas estructurales apuntan a tasas más altas y curvas más empinadas

El balance de riesgos para los rendimientos soberanos globales sigue inclinado al alza, con Estados Unidos en el centro de un ajuste que probablemente se materialice más por la vía de curvas más empinadas que por un simple desplazamiento paralelo de tasas. Aunque factores técnicos han logrado contener los rendimientos largos, las fuerzas macro y de flujos apuntan a una recomposición gradual de la prima al vencimiento durante 2026.

JAPÓN

Japón vuelve a ser un factor clave: con la inflación persistentemente por encima del objetivo, el Banco de Japón parece encaminado a nuevas subas de tasas. Incluso tras un aumento de 25 pb, la política monetaria seguiría siendo fuertemente expansiva en términos reales. Históricamente, mayores rendimientos de los JGB reducen el incentivo para que inversores japoneses continúen absorbiendo deuda estadounidense, presionando al alza los rendimientos y la prima al vencimiento de los Treasuries.

A este cuadro se suma el riesgo institucional asociado a un cambio en el liderazgo de la Reserva Federal. Cualquier percepción de erosión de la independencia del banco central tiende a reflejarse en una mayor prima exigida por los inversores.

En el corto plazo, el Tesoro ha logrado amortiguar estas presiones mediante una estrategia de emisión concentrada en T-bills, manteniendo relativamente escasa la oferta de notas y bonos. Esta ingeniería financiera ha contribuido a estabilizar las tasas largas, sostener los mercados de riesgo y moderar las tasas hipotecarias. Sin embargo, este equilibrio tiene costos. El ajuste parece estar desplazándose hacia el dólar, cuya fortaleza comienza a erosionarse frente a activos reales como el oro, en un contexto de diversificación gradual de reservas por parte de bancos centrales.

Finalmente, la discusión sobre desregulación financiera introduce un canal adicional de presión sobre los rendimientos. La liberación de capital hoy inmovilizado en balances bancarios podría facilitar una reducción más activa del balance de la Fed. Si bien una venta directa de MBS luce poco probable, existen alternativas más plausibles, como permitir que los cupones que vencen se reinviertan en T-bills en lugar de notas o MBS. Cualquiera de estas opciones implicaría un menor soporte estructural para los tramos largos y para el mercado hipotecario, reforzando el sesgo alcista de los rendimientos.

En conjunto, tanto en EE. UU. como a nivel global, el escenario base sigue siendo uno de tasas más altas, curvas más empinadas y primas al vencimiento en aumento.

| Mercados financieros - Renta fija

Crédito: equilibrio entre fundamentos sólidos y un entorno técnico más exigente

- **Investment grade corporativo**

En investment grade corporativo desarrollado, el principal desafío no es macroeconómico sino de oferta. El crecimiento estable, la moderación de la inflación y un ciclo de recortes graduales de tasas sostienen la demanda, pero el fuerte aumento de emisión —impulsado por capex en AI y M&A— genera presión sobre spreads. Esperamos una ampliación moderada, con retornos totales razonables. La calidad crediticia parte de niveles históricamente fuertes, aunque el riesgo es un deterioro gradual por aumento del apalancamiento.

- **high yield**

En investment grade corporativo desarrollado, el principal desafío no es macroeconómico sino de oferta. El crecimiento estable, la moderación de la inflación y un ciclo de recortes graduales de tasas sostienen la demanda, pero el fuerte aumento de emisión —impulsado por capex en AI y M&A— genera presión sobre spreads. Esperamos una ampliación moderada, con retornos totales razonables. La calidad crediticia parte de niveles históricamente fuertes, aunque el riesgo es un deterioro gradual por aumento del apalancamiento.

- **Deuda emergente**

En deuda emergente soberana y corporativa en hard currency, el entorno macro es más estable que en 2025, con menor volatilidad y fundamentos fiscales más sólidos. Sin embargo, los spreads ya reflejan buena parte de esta mejora, lo que reduce el potencial de upside. En deuda corporativa emergente, el mensaje es claro: el ciclo favorable continúa, pero con retornos más acotados y mayor dispersión. El carry sostiene retornos positivos, pero la presión técnica desde mercados desarrollados y el aumento de oferta refuerzan una gestión selectiva.

El ciclo de crédito está madurando y empiezan a aparecer señales incipientes de tensión, coherentes con un deterioro gradual de la calidad crediticia en los próximos meses y una posterior estabilización en 2026, con spreads IG cerca —aunque algo por encima— de 100pb.

En este contexto, esperamos una moderada ampliación de spreads en IG en EE. UU. y Europa, por factores técnicos menos favorables y fundamentos algo más débiles, pero sin dislocaciones. En high yield, el riesgo es asimétrico: tras años de compresión extrema, anticipamos una revalorización del riesgo en 2026 que hace poco atractiva la relación riesgo-retorno, aun con una duración corta.

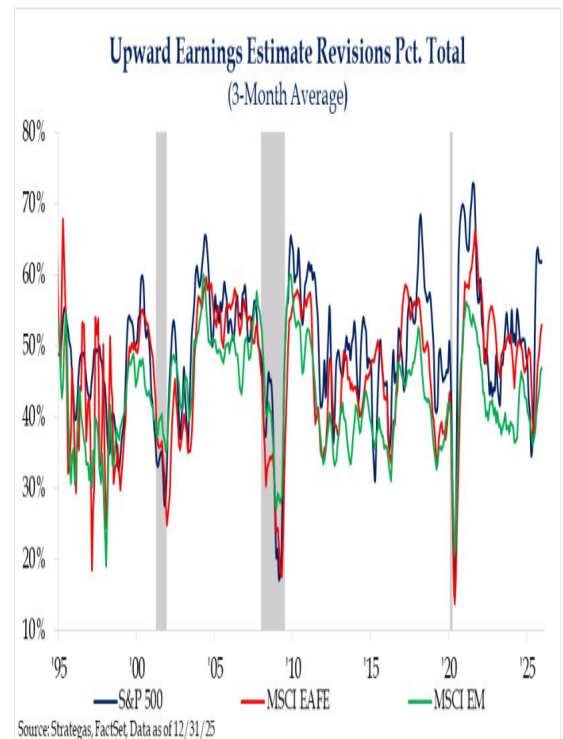
Por el contrario, mantenemos una visión constructiva sobre deuda emergente, que ofrece mejor calidad, carry razonable y mayor resiliencia relativa en un escenario de normalización y no de estrés sistémico.

| Mercados financieros - Renta Variable

Los mercados siguen apuntando al alza en los primeros meses del año

De cara al inicio de 2026, el balance de fuerzas continúa inclinándose a favor de los activos de riesgo, al menos en el corto plazo. El repunte global de la renta variable sigue estando respaldado por una mejora amplia en las revisiones de utilidades, especialmente fuera de Estados Unidos. Tanto mercados emergentes como EAFE mantienen una tendencia al aumento en las revisiones de ganancias, una señal consistente con un entorno de crecimiento aún constructivo (panel superior). En EE.UU., las revisiones se han estabilizado en niveles elevados: no es una señal de giro inminente, pero sí sugiere que el mercado doméstico podría haber agotado parte de su impulso marginal.

Este telón de fondo respalda nuestra expectativa de que el mercado continúe avanzando durante el primer trimestre. La inercia positiva de beneficios, la ausencia de estrés en crédito y el liderazgo claro de sectores cíclicos debería extenderse en el muy corto plazo. Además, las expectativas de márgenes operativos del S&P 500, ahora en torno al 19%, refuerzan la idea de que el mercado sigue disfrutando de una base de rentabilidad corporativa excepcionalmente sólida (panel inferior).



El liderazgo sectorial continúa enviando un mensaje **pro-cíclico difícil de ignorar.**

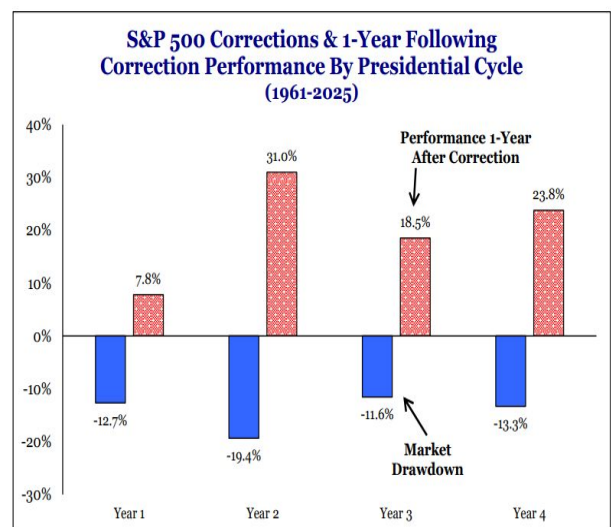
Financiero, Industriales, y consumo mantienen posiciones de liderazgo claras, con participación amplia y no limitada a unas pocas mega caps. La fortaleza relativa de consumo discrecional frente a consumo básico, junto con señales incipientes de vida en energía y materiales, sugiere que el mercado sigue descontando una aceleración cíclica más que un giro defensivo. Europa y otras regiones desarrolladas refuerzan esta lectura, aportando una dimensión más sincronizada al ciclo.

| Mercados financieros - Renta Variable

Los mercados de tasas acompañan este mensaje. La curva estadounidense continúa empujándose, con los rendimientos largos rompiendo al alza, mientras que globalmente los bonos soberanos apuntan en la misma dirección. ¿Es esto una señal cíclica, un presagio inflacionario o una advertencia fiscal? No pretendemos tener una respuesta definitiva, pero si las interpretaciones más negativas fueran correctas, resultaría difícil reconciliarlas con la fortaleza persistente del sector financiero global, la calma en los mercados de crédito y la estabilidad en las expectativas de inflación implícitas.

Sin embargo, el panorama comienza a volverse más inestable a medida que avanzamos en el calendario.

El volumen de flujos hacia renta variable ha sido extraordinariamente elevado en los últimos meses, lo que históricamente tiende a reducir la suba adicional en el corto plazo. Más importante aún, el ciclo político estadounidense empezará a ganar protagonismo a partir del segundo trimestre, con las elecciones de medio término actuando como un potencial catalizador de volatilidad. Los mercados suelen anticipar el impulso de crecimiento asociado a estímulos y luego reaccionar negativamente cuando ese crecimiento se materializa y las tasas suben.



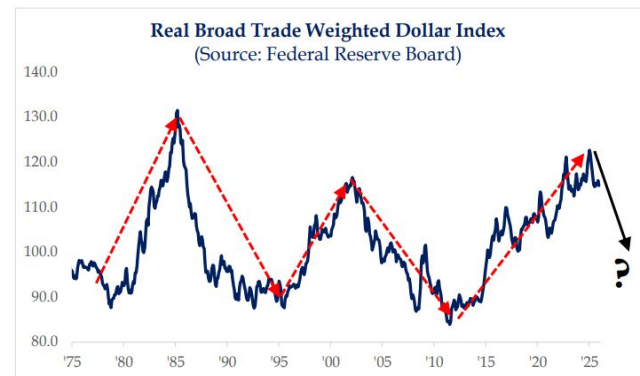
En ese contexto, no nos sorprendería ver un aumento significativo de la volatilidad a partir del segundo trimestre, con riesgo de una corrección cíclica más que de un mercado bajista estructural. La dependencia elevada de Tecnología —que explica cerca del 50% del crecimiento de utilidades del índice— y las valuaciones exigentes amplifican esa vulnerabilidad, especialmente si las expectativas sobre capex en AI comienzan a revisarse a la baja.

En síntesis, esperamos que el mercado mantenga una trayectoria alcista durante el primer trimestre, apoyado en fundamentos sólidos y liderazgo cíclico. Más allá de ese horizonte, el riesgo político en EE.UU. y la elevada concentración del crecimiento aumentan la probabilidad de episodios de volatilidad y corrección.

| Divisas

Rebote cíclico en el dólar dentro de una tendencia secular bajista

Históricamente, el dólar estadounidense se mueve en grandes ciclos seculares, más que en tendencias lineales. En ese sentido, no puede descartarse que experimente episodios de fortaleza en el corto plazo, especialmente en contextos de aversión al riesgo global, diferenciales de tasas todavía favorables o ajustes tácticos de posicionamiento. Sin embargo, estos repuntes deben interpretarse como movimientos cíclicos dentro de una dinámica de fondo menos constructiva.



La persistente incertidumbre política en EE. UU. —que comenzó con el frente comercial, luego se trasladó a cuestionamientos a la Reserva Federal y más recientemente se ha extendido al ámbito geopolítico— sigue erosionando la percepción del dólar como ancla de estabilidad. A ello se suma una disciplina fiscal más laxa de lo inicialmente esperado, lo que incrementa la probabilidad de que estemos entrando en un período prolongado de debilidad del dólar. En este marco, nuestra lectura es clara: el dólar puede fortalecerse tácticamente en el corto plazo, pero el sesgo secular apunta a una tendencia bajista más persistente en los próximos años.

| Commodities

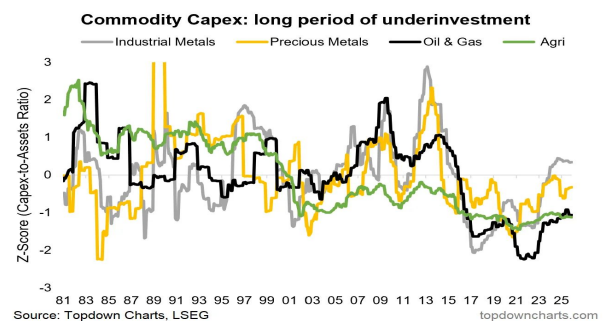
Un nuevo bull market está tomando forma en los commodities

La reciente explosión alcista en los metales preciosos no es un evento aislado ni puramente defensivo. Oro, plata y platino marcaron máximos históricos al comenzar el 2026, coronando un año excepcional para el complejo de commodities y reforzando la tesis de que estamos en las primeras etapas de un nuevo bull market cíclico, con potencial de extenderse durante el 2026.

Commodities

El oro superó los USD 4.540 por onza (+70% anual), la plata cruzó los USD 77 (+150%) y el platino alcanzó un récord de USD 2.400, impulsado por déficits de oferta persistentes en Sudáfrica. Estos movimientos reflejan, sin duda, el "debasement trade": dólar más débil, déficits fiscales crecientes, compras agresivas de bancos centrales y expectativas de recortes de tasas de la Fed en 2026. Sin embargo, creemos que reducir el rally de commodities a una simple cobertura monetaria es quedarse corto.

Cuando se observa el desempeño de los metales industriales en 2025 —cobre (+42%), estaño (+39%), aluminio (+17%), níquel (+9%) — el mensaje es más estructural: escasez de recursos en un mundo que se está desglobalizando. La necesidad de recursos, especialmente para EE.UU. en su intento por reconstruir su base industrial, está chocando con décadas de subinversión en capacidad productiva en todos los segmentos del sector de commodities (gráfico a la derecha).



Desde una mirada top-down, el argumento alcista para los commodities se explica desde varios frentes. En primer lugar, las valuaciones siguen siendo atractivas: como clase de activo, los commodities permanecen baratos en términos históricos. En segundo término, el ciclo juega a favor, ya que años de subinversión en capex comienzan a coincidir con un repunte cíclico de la demanda. A esto se suma un sesgo expansivo monetario, en la medida en que el giro hacia políticas más laxas ha sido, históricamente, un potente catalizador para los precios de las materias primas. Desde el ángulo del sentimiento, el posicionamiento continúa siendo muy bajo: el peso de los inversores se mantiene en niveles inusualmente bajos, especialmente en commodities excluyendo oro.

ENERGÍA

Venezuela como recordatorio de que la oferta no es tan elástica

En el mercado petrolero, la reacción inicial a los eventos geopolíticos fue una baja del crudo y un salto en los metales preciosos. Sin embargo, el posterior rebote del petróleo revela una lectura más profunda: la oferta global sigue siendo frágil, incluso cuando existen enormes reservas probadas sobre el papel.

Venezuela es el mejor ejemplo. Posee 303 mil millones de barriles de reservas, las mayores del mundo, pero su crudo es extra-pesado, la infraestructura está severamente deteriorada y la capacidad operativa es limitada. La producción, que alcanzó 3,5 mbd a fines de los 90, hoy se mantiene por debajo de 1 mbd. Aun con inversiones agresivas, una recuperación rápida hacia 2 mbd tomaría años y, según estimaciones de GS, apenas reduciría el precio del crudo en unos USD 4/barril hacia 2030.

El verdadero riesgo alcista para el petróleo viene por otro canal: la posibilidad de una escalada geopolítica más amplia, particularmente si la acción de EE.UU. abre la puerta a un conflicto directo con Irán. Ese escenario sí tendría el potencial de generar un aumento en los precios, como ocurrió el año pasado.

Asset Allocation – enero 2026

	Perspectiva global				Comentarios		
	1 a 6 meses		6 a 12 meses				
Asset Allocation global	-	0	+	-	0	+	
Acciones							Tras la corrección de octubre/noviembre, esperamos un repunte entrado 1Q26 ante el aumento de la liquidez y el impulso fiscal. Más adelante, el foco pasará a los riesgos actuales (AI, valuaciones, ciclo electoral) lo que posiblemente nos lleve a una postura más defensiva.
Bonos							Tasas en rango 1Q26. Carry atractivo. El manejo del balanceo y cambios regulatorios contrastaría cualquier aumento en la prima al vencimiento en los rendimientos de deuda, al menos en los primeros meses del año.
Materias primas							El petróleo intenta estabilizarse, los metales industriales toman fuerza, mientras los metales preciosos están finalizando la fase de consolidación.
Alternativos							Seguimos viendo valor en el crédito privado y el private equity aunque reconocemos que el riesgo ha aumentado tras el crecimiento exponencial en el sector. Alternativos líquidos como long/short y global macro siguen siendo opciones atractivas ante volatilidad en los rendimientos de deuda.
Criptomonedas							Creemos que estamos muy cerca del piso de la corrección y por ello pasamos a una postura más neutral de corto plazo.
Cash							Mantenemos cash para ser selectivos con las compras.
Renta variable (regiones)*	-	0	+	-	0	+	
Estados Unidos							Esperamos un repunte amplio, tanto en grandes como pequeñas compañías, de la mano de un crecimiento en la actividad.
Europa							El giro hacia políticas fiscales proclivas 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.
Japón							La posibilidad que el yen comience a fortalecerse la vuelve más vulnerable.
Asia							Positivo en aquellas regiones que se benefician 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 el mercado indio ha retomado el liderazgo.
América Latina							Los fundamentos han mejorado. El repunte en el dólar presenta una oportunidad para incrementar en los próximos meses en caso que los precios caigan. Favorecida además en caso de un ciclo virtuoso de materias primas.
Renta variable (sectores)*	-	0	+	-	0	+	
Tecnología							El ciclo de inversión en infraestructura de inteligencia artificial se mantiene sólido, impulsando la demanda en semiconductores, software y servicios. El crecimiento de ganancias sigue siendo robusto, favorecido además por una alta exposición a ingresos internacionales en un contexto de debilidad del dólar. Tras la corrección de los últimos meses, esperamos que lideren al comenzar 2026.
Comunicaciones							Sector muy dividido, con las empresas de entretenimiento por un lado y el sector más defensivo de telecomunicaciones por el otro (orientación hacia servicios no cíclicos y su exposición limitada a los aranceles). Aunque META y GOOGL siguen beneficiándose de los vientos de cola de la inteligencia artificial, ese impulso aún no se refleja plenamente en sus resultados, ya que el crecimiento del flujo de caja libre se ha estancado por el aumento del gasto de capital.
Consumo discrecional							Sector que debería verse favorecido por los renovados estímulos al comenzar 2026.
Financiero							Tras la corrección, volvimos a mejorar su perspectiva. Solidez de los fundamentales, con una posible relajación de algunas normas que podrían llevar a aumentar préstamos y buybacks. Mejora en el comportamiento relativo de empresas de private equity en las últimas semanas.
Industriales							Mantenemos una posición sobreponderada por factores estructurales como relocalización de cadenas, gasto en defensa e infraestructura eléctrica.
Materiales							La expectativa de nuevos estímulos en China, la expectativa de aumento de crecimiento global de corto plazo y el riesgo inflacionario más adelante, impacta positivamente 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.
Energía							Sector muy castigado que no logra estabilizarse. Valuación atractiva, posibilidad de destacarse a partir del segundo trimestre a medida que aumente la volatilidad electoral.
Consumo básico							De corto plazo, reducidos a neutral luego de varios meses liderando y de fuertes subas. El sector sigue siendo atractivo, respaldado por tendencias en mejora y expectativas de ganancias más favorables. No obstante, persisten ciertos riesgos asociados a posibles cambios regulatorios.
Salud							Positivos dada la combinación de características defensivas y los vientos de cola del crecimiento secular derivados del aumento de la demanda interna de energía. Una caída en la demanda de energía o una desaceleración en la inversión de capital vinculada a la inteligencia artificial ejercerían presión negativa sobre el sector.
Servicios públicos							Se beneficia de menores tasas y sesgo defensivo. La tendencia de retorno a las oficinas parece estar ganando impulso. El renovado proceso de recortes de tasas debería beneficiarlo si esto impulsa una revitalización significativa de la demanda de vivienda, que hasta ahora se había mantenido estancada.
Real estate							
Renta fija	-	0	+	-	0	+	
Duración							Los rendimientos de deuda se han mantenido mayormente dentro del rango 4.0%-4.5%. Nuestra expectativa es que continúe esta tendencia.
Soberana desarrollada							MBS sigue ofreciendo rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries por los próximos meses.
Corporativo (investment grade)							Los spreads actuales ofrecen poco valor aunque el carry debería compensar cualquier aumento repentino en los spreads.
Corporativo (high yield)							Los spreads han vuelto a comprimir, siguen sin compensar mayormente el riesgo. Con un horizonte más largo, es un sector que se vuelve vulnerable a un mercado de crédito maduro.
Emergente							Deuda emergente enfrenta valuaciones exigentes en soberanas 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. Venezuela no representa un riesgo inminente.
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. Factores de oferta resultan clave de corto plazo.
Oro							Mantenemos una visión positiva de largo plazo sobre el oro como reserva de liquidez ante la emisión de monedas fiduciarias y la desglobalización. La consolidación podría estar cerca de finalizar. La apreciación del dólar en los próximos meses representa el principal lastre.
Divisas	-	0	+	-	0	+	
Dólar (DXY)							El dólar sigue traccionando y puede comenzar a fortalecerse de la mano de un repunte en la actividad en Estados Unidos.
Yen							Tras la debilidad de los últimos meses, es posible que estemos alcanzando un tope relevante.
Monedas emergentes							Tras la fortaleza de los últimos meses, esperamos una pausa, en línea con el repunte del dólar.

*En relación al MSCI World



Rendimientos histórico

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 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%
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%	MSCI EM 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%	MSCI EM 34.2%
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%
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%
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%
Inflation Bonds -6.2%	MSCI Europe 27.15%	S&P 500 12.84%	U.S. Agg Bond 4.26%	MSCI EM 16.9%	REITS 2.7%	MSCI China 4.67%	10-Year UST -0.38%	MSCI EM 8.76%	Russell 2000 13.06%	REITS -4.1%	MSCI China 12.04%	10-Year UST 8.8%	MSCI Europe 10.4%	EM LC Debt -12.7%	REITS 10.7%	US HY 7.9%	EM LC Debt 15.8%
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%
U.S. HY 24.53%	S&P 500 23.49%	MSCI Europe 8.04%	2-Year UST 0.62%	Russell 2000 14.33%	2-Year UST -0.05%	MSCI EM -17.9%	U.S. Agg Bond -1.92%	EM LC Debt 7.93%	Global HY 10.43%	U.S. IG -5.47%	MSCI EM 10.18%	MSCI Japan 6.5%	Global HY 0.8%	US Agg Bond 15.0%	EM LC Debt 8.3%	MSCI EM 6.5%	Russell 2000 12.6%
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%	MSCI EM 6.4%	EM HC Sov 5.7%	Global HY 12.0%
Russell 2000 -15.14%	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%
REITS -17.56%	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%
S&P 500 -18.28%	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%
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%
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%	MSCI EM -5.0%	MSCI EM -0.2%	2-Year UST -0.2%	US Agg Bond 1.3%	2-Year UST 5.9%
Commodities -45.75%	U.S. Agg Bond -0.97%	U.S. Agg Bond 2.48%	MSCI EM -20.36%	U.S. Agg Bond 0.75%	MSCI EM -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%
MSCI EM -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%	MSCI EM -5.99%	MSCI EM -18.07%	MSCI China -1.38%	10-Year UST 0.72%	MSCI EM 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%
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%

Rendimientos histórico

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4.47	0.2%	0.4%	0.1%	5.0%	-0.3%
US Aggregate Bond Index	99.85	-0.2%	-0.3%	-0.3%	3.1%	0.0%
US Treasury3M (bps)	3.61	-1.0	-8.7	-34.1	-68.5	-1.8
US Treasury1Yr (bps)	3.50	1.9	-10.0	-14.3	-67.6	2.1
US Treasury2Yr (bps)	3.50	4.9	-5.7	-7.2	-77.6	3.0
US Treasury10Yr (bps)	4.23	11.6	9.2	10.7	-37.1	5.9
US Treasury30Yr (bps)	4.92	12.6	13.1	21.1	11.2	7.9
Alemania 10Yr (bps)	2.90	3.9	10.2	20.2	47.6	4.5
China 10Yr (bps)	1.85	-0.6	1.8	-1.1	24.2	0.6
Japon 10 Yr (bps)	2.08	4.0	14.5	42.8	100.0	2.6
Sob Bz 10Yr - USD	5.07	9.6	12.8	21.6	-133.4	6.2
IG - 5 YEAR SPREAD	50.3	0.1	-0.6	-1.3	0.4	0.3
HY - 10 YEAR SPREAD	238.0	-6.0	-17.0	-18.0	-50.0	2.0
EMBI Global Spread	229.9	-4.3	-9.8	-30.1	-68.2	-1.6
Acciones						
MSCI World	4445.2	-0.6%	0.6%	2.5%	18.9%	0.3%
VIX	14.5	7.7%	-5.8%	-12.9%	-10.0%	-2.9%
S&P500	6858.5	-1.1%	-0.2%	2.1%	15.4%	0.2%
Nasdaq	23235.6	-1.6%	-1.5%	2.0%	18.4%	0.0%
Russell 2000	2508.2	-1.6%	-0.5%	1.3%	10.6%	1.1%
Russell Value	2089.4	-0.2%	1.2%	3.5%	13.7%	0.9%
Russell Growth	4751.7	-1.8%	-1.4%	0.4%	15.9%	-0.3%
MSCI Europa Desarrollados	65.0	1.3%	2.6%	3.0%	38.6%	1.4%
Eurostoxx	65.1	1.4%	2.1%	2.8%	36.0%	0.8%
Dax	24539.3	1.0%	2.1%	0.7%	23.3%	0.2%
FTSE	9951.1	0.6%	2.9%	4.8%	21.0%	0.2%
MSCI Japón	81.3	0.4%	-2.6%	-0.4%	21.1%	0.7%
Nikkei	51695.9	2.7%	2.4%	12.9%	29.6%	2.7%
MSCI Mercados Emergentes	1429.5	2.0%	3.2%	4.0%	33.2%	1.8%
MSCI China	85.3	2.8%	0.1%	-6.1%	34.5%	2.7%
Shangai (in CNY)	3968.8	0.7%	1.7%	2.2%	23.6%	0.0%
MSCI India	54.6	1.0%	1.5%	4.0%	2.2%	0.9%
MSCI Brasil	1654.3	2.9%	-1.1%	7.5%	41.2%	0.5%
Ibovespa (in BRL)	160538.7	1.5%	2.0%	11.3%	35.4%	-0.4%
MSCI Mexico	7467.8	-2.0%	2.7%	6.0%	51.4%	0.4%
MSCI Argentina	91.1	-1.1%	-2.1%	33.0%	3.3%	-0.3%

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY	98.6	0.6%	-0.4%	0.9%	-9.5%	0.3%
Euro	1.2	-0.6%	0.5%	-0.1%	12.6%	-0.4%
Libra Esterlina	1.3	-0.5%	0.8%	-0.3%	7.4%	-0.3%
Yen	157.2	-0.7%	-4.5%	-4.5%	0.3%	-0.3%
Yuan	7.0	0.4%	1.9%	1.9%	4.3%	0.0%
Real	5.4	2.1%	-1.6%	-1.6%	11.8%	1.3%
Peso Mexicano	18.0	0.1%	2.1%	2.1%	11.6%	0.3%
Sol	3.4	0.2%	3.3%	3.3%	10.5%	0.0%
CL Peso	906.6	0.1%	5.8%	5.8%	9.7%	-0.7%
CO Peso	3777.1	-2.0%	2.8%	2.8%	13.8%	-0.1%
Bitcoin	92418.5	5.4%	3.6%	-24.7%	-6.2%	5.4%
Ethereum	3165.1	6.3%	4.8%	-29.7%	-13.2%	6.3%
Commodities						
S&P Commodity index	3913.2	-0.4%	-2.3%	1.5%	6.2%	-0.1%
Petroleo (Brent)	60.9	0.5%	-4.4%	-5.6%	-20.4%	0.1%
Petroleo (WTI)	57.4	1.2%	-4.4%	-5.7%	-22.3%	0.0%
Soja, cUS/bushel	1029.5	-3.2%	-8.5%	0.6%	3.0%	-0.1%
Trigo, cUS/bushel	506.5	-2.9%	-5.8%	-1.6%	-7.2%	-0.1%
Maiz, cUS/bushel	437.5	-3.0%	-0.1%	3.7%	-4.8%	-0.6%
Oro, \$/oz	4419.4	2.0%	5.3%	11.6%	67.6%	2.3%
Plata, \$/oz	76.3	5.8%	30.8%	57.3%	154.8%	6.5%
Iron Ore CNY/ton	807.5	1.8%	0.0%	1.0%	3.7%	3.7%
Lithium Carbonate, FOB South Am, \$/tonne	10709.0	na	12.9%	15.4%	6.0%	6.0%
Aluminium, \$/tonne	3015.5	2.6%	5.2%	12.0%	19.2%	0.7%
Lead, \$/tonne	2006.5	1.2%	0.6%	-0.9%	3.7%	-0.2%
Nickel, \$/tonne	16820.0	6.9%	13.6%	9.8%	11.6%	1.0%
Tin, \$/tonne	40409.0	-5.6%	3.5%	9.5%	41.5%	-0.4%
Zinc, \$/tonne	3127.0	1.1%	2.1%	3.5%	6.8%	0.3%
Cobre, \$/tonelada	12519.6	3.5%	11.7%	19.6%	43.8%	0.4%

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.