

La Semana en Gráficos

MATRIZ DE POSICIONAMIENTO · GLOBAL					
ASSET CLASS	VERY UW	UW	NEUTRAL	OW	VERY OW
RENTA VARIABLE					
Large Cap Growth USA		●			
Large Cap Value USA				●	
Small Cap USA		●			
Renta Variable Europa				●	
Renta Variable Otros Desarrollados			●		
Renta Variable Emergente		●			
RENTA FIJA					
US T-Bill < 1y					●
US T-Note				●	
Bonos Corporativos IG USA		●			
Bonos Corporativos HY USA				●	
Bonos Soberanos Europa		●			
Bonos Emergentes		●			
OTROS					
Oro		●			
BTC				●	
Dólar					●
Cash	●				

Racional de la Cartera

Large Cap Growth USA (UW): las valuaciones se mantienen exigentes en relación a su historia, en un contexto geopolítico complejo que eleva la prima de riesgo exigida. Septiembre es, además, estacionalmente débil para los sectores de mayor beta y sensibilidad a tasas.

Large Cap Value USA (OW): las valuaciones relativas resultan más atractivas y ofrecen un mejor perfil de protección ante la volatilidad global. Privilegiamos sectores de flujo de caja estable como salud, consumo defensivo e industriales.

Small Cap USA (UW): el segmento acumula una suba superior al 20% en lo que va del año, y el nivel estructuralmente más alto de tasas reales deteriora la ecuación riesgo-retorno de las compañías más apalancadas del índice.

Renta Variable Europa (OW): la región viene sosteniendo un año sólido en términos relativos y todavía conserva margen para completar el proceso de catch-up frente a Estados Unidos.

RV Otros Desarrollados (Neutral): sostenemos neutralidad, con foco particular en Japón tras su fuerte rally reciente; seguimos de cerca las señales de normalización de política monetaria del Banco de Japón.

RV Emergente (UW): reducimos la posición por el contexto internacional adverso y la incertidumbre del proceso electoral en Brasil, economía de peso dentro del índice; preferimos esperar mayor claridad sobre el resultado antes de retomar exposición.

US T-Bill <1y (Very OW): con las tasas cortas en terreno positivo, el instrumento ofrece el mejor perfil de liquidez de la cartera para poder capturar oportunidades tácticas sin resignar carry.

US T-Note (OW): vemos valor en asegurar (lock-in) las tasas largas en niveles máximos de varios años, buscando materializar retornos estables hacia adelante vía cupón y eventual compresión de tasas.

Bonos IG USA (UW): el spread de crédito de 80 puntos básicos no compensa adecuadamente el riesgo adicional frente a un Tesoro en máximos de varios años; a 100 puntos básicos la relación riesgo-retorno empezaría a resultar atractiva.

Bonos HY USA (OW): si bien el spread también se encuentra históricamente ajustado, el pick-up de 265 puntos básicos sobre la curva del Tesoro continúa justificando la toma de riesgo crediticio adicional.

Bonos Soberanos Europa (UW): con las tasas americanas en los niveles actuales, Europa todavía transita un paso atrás en su propio ciclo de subas del BCE; preferimos no tomar posición en la región por el momento.

Bonos Emergentes (UW): el mismo combo de contexto internacional y ruido electoral brasileño nos lleva a reducir la posición, a la espera de que se despeje el resultado antes de retomar exposición al crédito soberano.

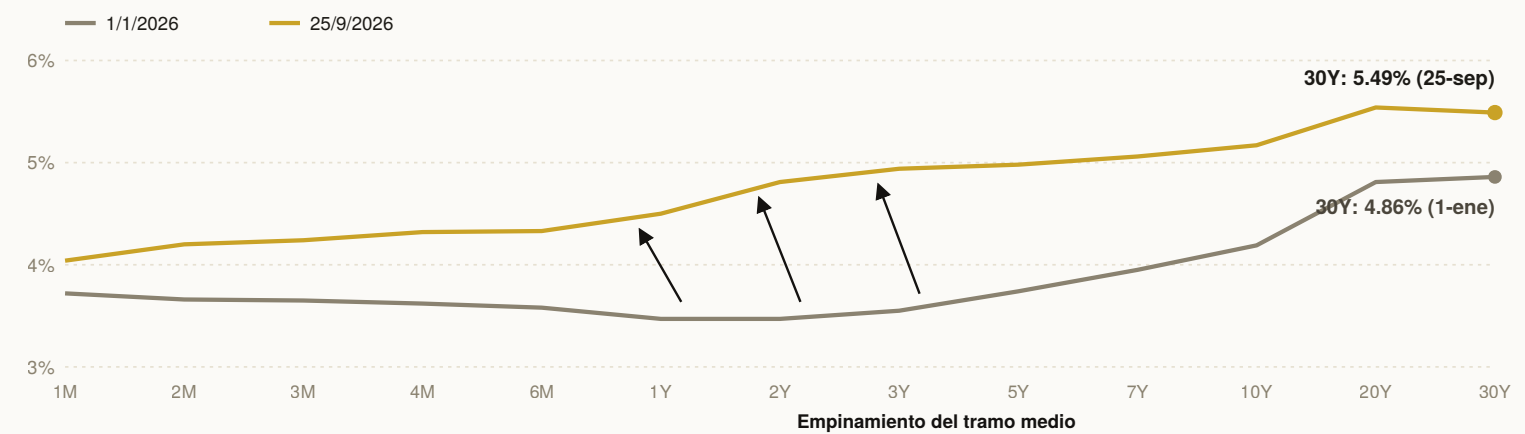
Oro (UW): el nuevo ciclo de suba de tasas reales representa un viento de frente para el metal, en un momento en que el mercado empieza a repreciar la trayectoria de la Fed al alza.

BTC (OW): mantenemos la posición condicionada a la etapa del ciclo: seguimos de cerca la proximidad del próximo halving, aunque reconocemos que el nuevo ciclo de subas de tasas podría presionarlo a la baja en el corto plazo.

Dólar (Very OW): profundizamos la posición ante la perspectiva de tasas más altas: el mercado descuenta un sesgo hawkish adicional de la Fed, lo que sostiene el diferencial de tasas a favor del dólar y refuerza su rol de refugio.

Cash (Very UW): no encontramos justificativo para sostener posición en efectivo con las tasas actuales de los money markets, cuando el mismo perfil de liquidez se consigue con mejor retorno vía T-Bills.

Belly Cheapening: la panza de la curva lidera el repricing de tasas en 2026



- 2026 fue un año de repricing generalizado a lo largo de toda la curva: el tramo corto (1M-6M) subió entre 32 y 75 puntos básicos y el tramo largo (20Y-30Y) lo hizo entre 63 y 73 puntos básicos, reflejando tasas más altas en toda la estructura temporal.
- Pero el verdadero protagonista fue el tramo medio, que no solo se desplazó hacia arriba sino que se empinó: la 2Y subió 134 pb y la 3Y 139 pb, muy por encima del resto. Es un patrón que se describe mejor como belly cheapening que como un simple empinamiento — de hecho, los spreads que el mercado usa para medir pendiente (2s10s, 2s30s) en realidad se comprimieron, con el 2s30s cayendo de 139 a 68 puntos básicos.
- Este reajuste de la panza responde a la creciente preocupación por el déficit fiscal norteamericano y a la fortaleza de la actividad económica (ver PMI), una combinación que presiona las tasas reales y sostiene la posición Very OW que mantenemos en el dólar.

Fuente: U.S. Department of the Treasury, Daily Par Yield Curve Rates (1/1/2026 y 25/9/2026).

VIVIENDA · TASA HIPOTECARIA A 30 AÑOS EN EE.UU., 2005-2026

El crédito hipotecario vuelve a un máximo tras el repricing de tasas

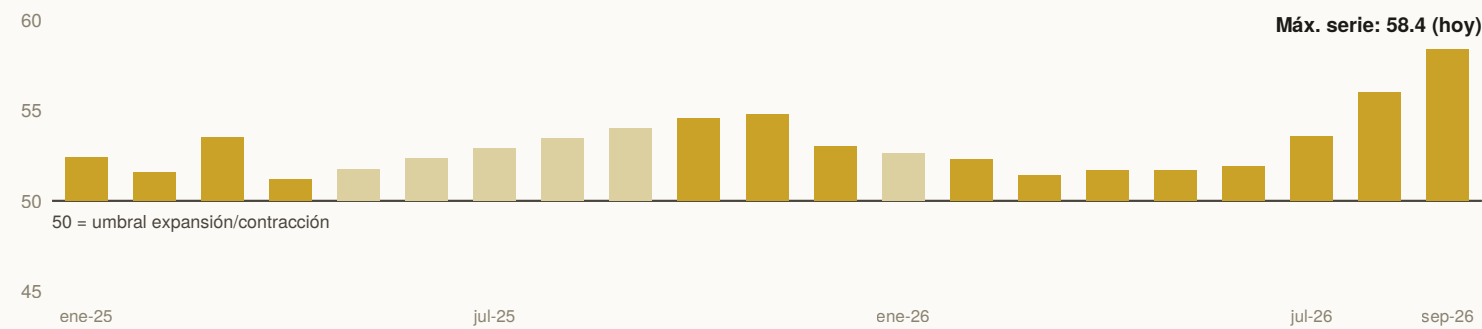


- La tasa hipotecaria a 30 años volvió a treparse tras el corrimiento de tasas de las últimas semanas, cerrando en 7,03% — otra vez cerca del máximo post-2008 de 7,79% (oct-23).
- El contraste con el mínimo histórico de 2,65% (ene-21) es contundente: el costo de financiar una vivienda se triplicó en apenas cuatro años.
- Con la panza de la curva empinándose (ver gráfico anterior) y la Fed lejos de recortar, el crédito hipotecario difícilmente encuentre alivio en el corto plazo.

Fuente: Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey (FRED: MORTGAGE30US), datos semanales.

ACTIVIDAD · S&P GLOBAL US COMPOSITE PMI FLASH, ENERO 2025 A HOY

La economía de EE.UU. acelera hacia el ritmo más fuerte en más de dos años

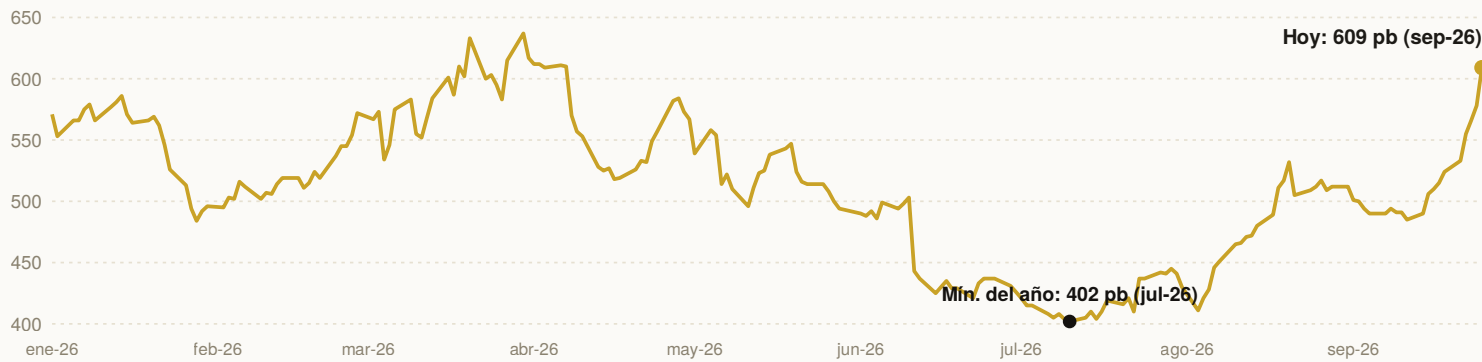


- El PMI compuesto flash saltó a 58,4 en septiembre, el nivel más alto de toda la serie desde enero de 2025, confirmando la fortaleza de la actividad económica norteamericana.
- Este dato alimentó aún más la presión sobre las tasas, particularmente sobre su componente real, y es parte de lo que explica el belly cheapening que muestra el primer gráfico de este informe.
- El mercado ya empezó a convalidar ese escenario: la probabilidad implícita de una suba de tasas por parte de la Fed se ubica hoy en 65%, el nivel más alto desde que quedó atrás el ciclo de recortes.

Fuente: S&P Global PMI (comunicados de prensa mensuales) y Trading Economics. Meses sin lectura de prensa confirmada (may-25 a sep-25 y ene-26) fueron interpolados linealmente (barras claras).

RIESGO SOBERANO · RIESGO PAÍS ARGENTINA (EMBI+), SERIE DIARIA, 2026

El mercado empieza a pasar a precios las elecciones del año próximo



- El mercado empezó a pasar a precios el proceso electoral del año próximo en Argentina: desde el mínimo de 402 puntos tocado en julio, el riesgo país volvió a subir hasta cerrar la semana en 609 puntos.
- El repunte se aceleró en las últimas dos semanas de septiembre y coincidió con datos de actividad más débiles y un deterioro en las encuestas del oficialismo, dos factores que el mercado empezó a descontar de manera conjunta.
- La velocidad del movimiento —más que el nivel en sí— es la señal relevante: el mercado dejó de asumir una compresión lineal del riesgo país y empezó a exigir una prima por la incertidumbre electoral.

Fuente: Elaboración propia sobre serie diaria de riesgo país provista por el cliente.

Próximos Eventos

FECHA	EVENTOS
MARTES 29/9	JOLTs (EE.UU.) PMI Manufacturero (China)
MIÉRCOLES 30/9	PCE Price Index (EE.UU.)
JUEVES 1/10	Initial Jobless Claims (EE.UU.) Tasa de Desempleo (Zona Euro) PMI Manufacturero (EE.UU.)
VIERNES 2/10	Inflación Flash (Zona Euro) Nonfarm Payrolls (EE.UU.) Tasa de Desempleo (EE.UU.)