

## RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses registraron su repunte más espectacular desde noviembre, ya que el S&P 500 superó los 7.100 puntos por primera vez y el Nasdaq Composite logró su racha alcista más larga desde 1992 —trece sesiones consecutivas de ganancias—, con ambos índices alcanzando múltiples récords históricos de cierre durante la semana. En conjunto, el Nasdaq se disparó un impresionante **+6,84%** la semana pasada, mientras que el S&P 500 subió un **+4,54%** y el Dow Jones un **+3,2%**. Las empresas de pequeña capitalización también han sorprendido al alza con un sólido aumento del **+5,6%**, lo que confirma el cambio de sentimiento de los inversores. La semana comenzó bajo una presión extrema después de que el vicepresidente JD Vance anunciara el 12 de abril que las conversaciones de paz entre EE. UU. e Irán en Islamabad habían fracasado, lo que llevó al presidente Trump a declarar un bloqueo naval estadounidense del estrecho de Ormuz con efecto inmediato, con los futuros bursátiles cayendo más de un 1 % el domingo por la noche. Sin embargo, los mercados demostraron una notable resistencia, ya que los inversores restaron importancia al fracaso de las negociaciones y los mercados comenzaron a recuperarse impulsados por las expectativas de que aún era posible alcanzar una resolución diplomática. El momento decisivo de la semana llegó el viernes, cuando el ministro de

Asuntos Exteriores de Irán, Abbas Araghchi, anunció que el estrecho de Ormuz estaba «completamente abierto» al tráfico comercial mientras durara el alto el fuego entre Israel y el Líbano, lo que desencadenó un repunte masivo de alivio. Los precios del petróleo se desplomaron en su segunda mayor caída diaria desde que comenzó la guerra, con el WTI cayendo un 11,4 % hasta los 83,85 dólares por barril —su nivel más bajo desde el 10 de marzo— mientras que el Brent bajó un 9 % hasta los 90,38 dólares, aunque persistían las dudas sobre si el transporte marítimo se normalizaría realmente, dado que Irán condicionaba el tráfico a rutas controladas por la Guardia Revolucionaria. Las acciones del sector del software protagonizaron un espectacular cambio de tendencia tras la brutal caída registrada en lo que va de año: Oracle se disparó casi un 30 % en cinco días de negociación tras desplomarse un 58 % desde su máximo de 52 semanas, y registró un repunte del 12,7 % el lunes tras los anuncios sobre IA realizados en su Customer Edge Summit, en los que se destacó un ahorro energético para los clientes de 369 millones de dólares, mientras que ServiceNow, Shopify, Datadog y RingCentral subieron más de un 15 % durante la semana, a medida que los temores a la disrupción provocada por la IA dieron paso al optimismo sobre las oportunidades de

crecimiento impulsadas por la IA. Los resultados bancarios del primer trimestre enviaron señales mixtas, ya que JPMorgan registró 5,94 dólares por acción (superando la estimación de 5,45 dólares) gracias al aumento de los ingresos por operaciones, pero recortó sus previsiones de ingresos netos por intereses para todo el año, mientras que Wells Fargo superó las expectativas de beneficio neto con 1,60 dólares por acción, aunque los ingresos netos por intereses no alcanzaron las previsiones, situándose en 12 100 millones de dólares frente a los 12 300 millones esperados, y los ejecutivos señalaron que los consumidores estaban gastando entre un 25 % y un 30 % más en gasolina que antes de la guerra, aunque el gasto general se mantuvo resistente. Trump mantuvo que el bloqueo estadounidense seguiría «en pleno vigor» hasta que se firmara un acuerdo global, al tiempo que advirtió de que la segunda ronda de negociaciones prevista para el fin de semana se enfrentaba a una fecha incierta, lo que llevó a los mercados a celebrar el avance diplomático, al tiempo que reconocían la fragilidad del marco del alto el fuego de diez días.

# FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

## FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

13 de abril

Ventas de viviendas existentes  
Datos reales: 3,98 millones frente a la previsión de 4,05 millones

14 de abril

IPP de demanda final intermensual  
Real 0,5 % frente a la encuesta 1,1 %

15 de abril

Índice Empire de manufactura  
Real 11,0 frente a la encuesta 0,0

| GLOBAL EQUITY INDICES | Last       | 5 Days   | 1 Month | YTD    |
|-----------------------|------------|----------|---------|--------|
| MSCI WORLD            | 4,650.40   | 3.94% ↗  | 9.57%   | 4.97%  |
| MSCI EM               | 1,597.13   | 3.21% ↗  | 9.14%   | 13.73% |
| MSCI EM LATIN AMERICA | 3,346.78   | 0.42% →  | 15.76%  | 23.53% |
| MSCI AC ASIA x JAPAN  | 1,030.55   | 3.14% ↗  | 7.61%   | 12.82% |
| <b>USA</b>            |            |          |         |        |
| S&P 500 INDEX         | 7,126.06   | 4.54% ↗  | 9.52%   | 4.10%  |
| NASDAQ COMPOSITE      | 24,468.48  | 6.84% ↗  | 13.03%  | 5.28%  |
| DOW JONES INDUS. AVG  | 49,447.43  | 3.19% ↗  | 8.49%   | 2.88%  |
| RUSSELL 2000 INDEX    | 2,776.90   | 5.56% ↗  | 13.88%  | 11.89% |
| <b>EUROPE</b>         |            |          |         |        |
| STXE 600 (EUR) Pr     | 626.58     | 1.91% ↗  | 9.30%   | 5.81%  |
| Euro Stoxx 50 Pr      | 6,057.71   | 2.22% ↗  | 10.11%  | 4.60%  |
| DAX INDEX             | 24,702.24  | 3.77% ↗  | 10.38%  | 0.86%  |
| CAC 40 INDEX          | 8,425.13   | 2.00% ↗  | 9.91%   | 3.38%  |
| FTSE MIB INDEX        | 48,869.43  | 2.65% ↗  | 14.07%  | 8.73%  |
| IBEX 35 INDEX         | 18,484.50  | 1.54% ↗  | 10.59%  | 6.80%  |
| SWISS MARKET INDEX    | 13,426.72  | 1.85% ↗  | 8.97%   | 1.20%  |
| FTSE 100 INDEX        | 10,667.63  | 0.63% →  | 7.55%   | 7.41%  |
| <b>ASIA</b>           |            |          |         |        |
| NIKKEI 225            | 58,475.90  | 2.73% ↗  | 9.56%   | 16.16% |
| HANG SENG INDEX       | 26,160.33  | 1.03% ↗  | 3.49%   | 2.07%  |
| CSI 300 INDEX         | 4,728.67   | 1.99% ↗  | 3.54%   | 2.13%  |
| SENSEX                | 78,493.54  | 2.43% ↗  | 5.31%   | -7.89% |
| <b>LATAM</b>          |            |          |         |        |
| S&P/BMV IPC           | 69,825.94  | -0.28% → | 8.87%   | 8.58%  |
| BRAZIL IBOVESPA INDEX | 195,733.51 | -0.81% → | 11.07%  | 21.48% |
| MSCI COLCAP INDEX     | 2,301.86   | 0.00% →  | 3.19%   | 11.31% |
| S&P/CLX IPSA (CLP) TR | 11,429.19  | 3.18% ↗  | 11.21%  | 9.04%  |

| EQUITIES SECTORS           | Last     | 5 Days   | 1 Month | YTD       |        |
|----------------------------|----------|----------|---------|-----------|--------|
| MSCI WORLD/INF TECH        | 1,023.06 | 8.05% ↗  | 14.35%  | 5.08%     |        |
| MSCI WRLD/COMM SVC         | 175.04   | 6.01% ↗  | 10.22%  | 5.03%     |        |
| MSCI WORLD/CONS DIS        | 499.61   | 5.69% ↗  | 12.45%  | -0.64%    |        |
| MSCI WORLD/REAL EST        | 1,151.02 | 3.23% ↗  | 8.57%   | 9.22%     |        |
| MSCI WORLD/FINANCEVAL      | 189.26   | 2.95% ↗  | 9.94%   | 1.94%     |        |
| MSCI WORLD BANK INDEX      | 198.00   | 2.18% ↗  | 12.39%  | 5.55%     |        |
| MSCI WORLD/INDUSTRAL       | 559.91   | 1.99% ↗  | 9.06%   | 12.09%    |        |
| PHILA GOLD & SILVER INDX   | 410.91   | 1.44% ↗  | 25.17%  | 20.05%    |        |
| MSCI WORLD/HLTH CARE       | 389.20   | 1.29% ↗  | 4.39%   | -2.57%    |        |
| MSCI WORLD/MATERIAL        | 461.39   | 1.23% ↗  | 15.09%  | 16.38%    |        |
| MSCI WORLD/CON STPL        | 311.92   | -0.05% → | 2.62%   | 4.94%     |        |
| MSCI WORLD/UTILITY         | 219.21   | -1.99% ↘ | 4.56%   | 10.00%    |        |
| MSCI WORLD/ENERGY          | 329.84   | -4.08% ↘ | -6.05%  | 23.40%    |        |
| <b>US RATES</b>            |          |          |         |           |        |
|                            | Last     | 5 Days   | Close   | 12M Close |        |
| 2Y                         | 3.71     | 3.80     | -0.09   | 3.80      | -0.09  |
| 5Y                         | 3.85     | 3.94     | -0.10   | 3.94      | -0.09  |
| 10Y                        | 4.25     | 4.32     | -0.07   | 4.32      | -0.08  |
| <b>BONDS CREDIT SPREAD</b> |          |          |         |           |        |
|                            |          | 5 Days   | Close   | 12M Close |        |
| EM Bonds Spread            | 220.68   | 230.7    | -10.0   | 333.13    | -112.5 |
| HY Bonds Spread            | 250.00   | 266.0    | -16.0   | 387.00    | -137.0 |
| BBB 10yr Spread            | 178.20   | 170.3    | 7.9     | 188.51    | -10.3  |
| <b>FIXED INCOME</b>        |          |          |         |           |        |
|                            |          | 5 Days   |         | 1 Month   | YTD    |
| US High Yield              | 2,957.30 | 0.66%    | ↗       | 2.31%     | 1.47%  |
| EM Bonds USD               | 1,404.84 | 0.99%    | ↗       | 2.67%     | 1.30%  |
| EM Local Currency          | 155.80   | 1.02%    | ↗       | 4.11%     | 1.78%  |
| CoCos USD                  | 152.82   | 1.03%    | ↗       | 2.89%     | 1.03%  |
| IG BBB 3-5yr USD           | 396.92   | 0.73%    | ↗       | 2.02%     | 0.86%  |
| IG AA Corp USD             | 288.34   | 0.64%    | ↗       | 2.03%     | 0.89%  |

| COMMODITIES              | Last      | 5 Days    | 1 Months | YTD     |         |
|--------------------------|-----------|-----------|----------|---------|---------|
| CRB INDEX                | 362.78    | -3.16% ↘  | -1.18%   | 21.42%  |         |
| WTI                      | 83.85     | -13.17% ↘ | -12.85%  | 46.03%  |         |
| Brent                    | 98.95     | -21.40% ↘ | -3.97%   | 58.45%  |         |
| US Natural Gas           | 2.67      | 0.98% →   | -11.84%  | -27.46% |         |
| S&P GSCI Precious Metal  | 6,569.62  | 2.54% ↗   | 7.21%    | 12.90%  |         |
| Gold                     | 4,830.34  | 1.70%     | ↗        | -3.50%  | 11.83%  |
| Silver                   | 80.89     | 6.61%     | ↗        | 2.02%   | 12.88%  |
| Platinum                 | 2,113.19  | 3.16%     | ↗        | -0.73%  | 2.56%   |
| Palladium                | 1,563.10  | 2.42%     | ↗        | -2.73%  | -3.51%  |
| S&P GSCI Ind Metal Index | 615.69    | 3.08% ↗   | 10.89%   | 11.46%  |         |
| Aluminum                 | 3,564.50  | 1.89%     | ↗        | 4.85%   | 19.00%  |
| Copper                   | 13,281.92 | 3.61%     | ↗        | 4.90%   | 6.65%   |
| Nickel                   | 17,908.50 | 5.09%     | ↗        | 5.42%   | 8.53%   |
| S&P GSCI Agriculture     | 366.26    | 1.68% ↗   | -0.48%   | 3.93%   |         |
| <b>CURRENCIAS</b>        |           |           |          |         |         |
|                          | Last      | 5 Days    | 1 Month  | YTD     |         |
| CHF vs. USD              | 0.7817    | 0.90%     | ↗        | 0.40%   | 1.39%   |
| JPY vs. USD              | 158.6400  | 0.40%     | ↗        | 0.23%   | -1.22%  |
| CAD vs. USD              | 1.3691    | 1.10%     | ↗        | 0.00%   | 0.24%   |
| EUR vs. USD              | 1.1765    | 0.36%     | ↗        | 1.95%   | 0.16%   |
| GBP vs. USD              | 1.3516    | 0.40%     | ↗        | 1.20%   | 0.30%   |
| AUD vs. USD              | 0.7174    | 1.56%     | ↗        | 0.97%   | 7.51%   |
| BRL vs. USD              | 4.9781    | 0.55%     | ↗        | 4.32%   | 9.98%   |
| MXN vs. USD              | 17.3118   | -0.07%    | ↘        | 1.98%   | 4.02%   |
| COP vs. USD              | 3,586.48  | 1.32%     | ↗        | 2.98%   | 5.33%   |
| CNY vs. USD              | 6.8182    | 0.16%     | ↗        | 0.98%   | 2.49%   |
| EUR vs. CHF              | 0.9197    | 0.53%     | ↗        | -1.53%  | 1.19%   |
| DOLLAR INDEX             | 98.0980   | -0.56%    | ↘        | -1.48%  | -0.23%  |
| BITCOIN                  | 77,109.26 | 5.34%     | ↗        | 8.26%   | -12.02% |

## FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

21 de abril

Ventas minoristas preliminares intermensuales  
Encuesta 1,4 %

Ventas de viviendas pendientes (mensual)  
Encuesta 0,0 %

23 de abril

PMI manufacturero de S&P Global  
Encuesta 52,50

PMI de servicios de S&P Global  
Encuesta 50,10

24 de abril

Índice de confianza de la Universidad de Michigan  
Encuesta 48,40

## TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

| DATE            | COMPANY          | ESTIMATE |           | ACTUAL  |           | DIFFERENCE |       |
|-----------------|------------------|----------|-----------|---------|-----------|------------|-------|
|                 |                  | EPS      | REV       | EPS     | REV       | EPS        | REV   |
| 03/10/2026 (PM) | ORACLE CORP      | \$1.70   | \$16.89 B | \$1.79  | \$17.19 B | 5.4%       | 1.8%  |
| 03/12/2026 (PM) | ADOBE INC        | \$5.88   | \$6.28 B  | \$6.06  | \$6.40 B  | 3.0%       | 1.9%  |
| 03/18/2026 (PM) | MICRON TECH      | \$9.13   | \$19.86 B | \$12.20 | \$23.86 B | 33.7%      | 20.2% |
| 03/19/2026 (AM) | ACCENTURE PLC-A  | \$2.85   | \$17.86 B | \$2.93  | \$18.04 B | 2.8%       | 1.0%  |
| 03/19/2026 (PM) | FEDEX CORP       | \$4.17   | \$23.49 B | \$5.25  | \$24.00 B | 26.1%      | 2.2%  |
| 03/31/2026 (PM) | NIKE INC -CL B   | \$0.30   | \$11.24 B | \$0.35  | \$11.28 B | 15.1%      | 0.4%  |
| 04/13/2026 (AM) | GOLDMAN SACHS GP | \$16.34  | \$16.95 B | \$17.55 | \$17.23 B | 7.4%       | 1.6%  |
| 04/14/2026 (AM) | JPMORGAN CHASE   | \$5.41   | \$49.26 B | \$5.94  | \$50.54 B | 9.9%       | 2.6%  |
| 04/14/2026 (AM) | JOHNSON&JOHNSON  | \$2.69   | \$23.66 B | \$2.70  | \$24.06 B | 0.4%       | 1.7%  |
| 04/14/2026 (AM) | CITIGROUP INC    | \$2.66   | \$23.54 B | \$3.06  | \$24.60 B | 15.3%      | 4.5%  |
| 04/14/2026 (AM) | BLACKROCK INC    | \$11.48  | \$6.50 B  | \$12.53 | \$6.70 B  | 9.1%       | 3.1%  |
| 04/14/2026 (AM) | WELLS FARGO & CO | \$1.58   | \$21.76 B | \$1.56  | \$21.45 B | -1.5%      | -1.4% |
| 04/15/2026 (AM) | BANK OF AMERICA  | \$1.01   | \$30.02 B | \$1.11  | \$30.27 B | 9.9%       | 0.9%  |
| 04/15/2026 (AM) | MORGAN STANLEY   | \$2.98   | \$19.71 B | \$3.43  | \$20.58 B | 15.2%      | 4.4%  |
| 04/16/2026 (AM) | SCHWAB (CHARLES) | \$1.39   | \$6.51 B  | \$1.43  | \$6.48 B  | 2.6%       | -0.4% |
| 04/16/2026 (AM) | ABBOTT LABS      | \$1.15   | \$11.01 B | \$1.15  | \$11.16 B | 0.2%       | 1.4%  |
| 04/16/2026 (AM) | BANK NY MELLON   | \$1.92   | \$5.18 B  | \$2.25  | \$5.41 B  | 17.1%      | 4.4%  |
| 04/16/2026 (AM) | US BANCORP       | \$1.15   | \$7.28 B  | \$1.18  | \$7.29 B  | 3.1%       | 0.1%  |
| 04/16/2026 (AM) | PEPSICO INC      | \$1.55   | \$18.93 B | \$1.61  | \$19.44 B | 4.1%       | 2.7%  |
| 04/16/2026 (PM) | NETFLIX INC      | \$0.76   | \$12.17 B | \$1.23  | \$12.25 B | 61.2%      | 0.6%  |

# TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA PRÒXIMA SEMANA

|            |                  | ESTIMATE |            | ACTUAL |     | DIFFERENCE |     |
|------------|------------------|----------|------------|--------|-----|------------|-----|
| DATE       | COMPANY          | EPS      | REV        | EPS    | REV | EPS        | REV |
| 04/21/2026 | GENERAL ELECTRIC | \$1.60   | \$10.69 B  |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | 3M CO            | \$1.98   | \$6.01 B   |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | RTX CORP         | \$1.53   | \$21.47 B  |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | INTUITIVE SURGIC | \$2.10   | \$2.62 B   |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | UNITEDHEALTH GRP | \$6.58   | \$109.24 B |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | DANAHER CORP     | \$1.94   | \$5.99 B   |        |     |            |     |
| 04/21/2026 | CAPITAL ONE FINA | \$4.56   | \$15.37 B  |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | BOEING CO/THE    | (\$0.76) | \$21.89 B  |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | IBM              | \$1.81   | \$15.66 B  |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | AT&T INC         | \$0.55   | \$31.25 B  |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | TEXAS INSTRUMENT | \$1.38   | \$4.52 B   |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | PHILIP MORRIS IN | \$1.86   | \$9.96 B   |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | SERVICENOW INC   | \$0.97   | \$3.74 B   |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | LAM RESEARCH     | \$1.37   | \$5.74 B   |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | GE VERNOVA INC   | \$1.81   | \$9.11 B   |        |     |            |     |
| 04/22/2026 | TESLA INC        | \$0.35   | \$22.08 B  |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | AMERICAN EXPRESS | \$4.03   | \$18.62 B  |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | INTEL CORP       | \$0.01   | \$12.36 B  |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | THERMO FISHER    | \$5.24   | \$10.85 B  |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | UNION PAC CORP   | \$2.86   | \$6.22 B   |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | COMCAST CORP-A   | \$0.72   | \$30.30 B  |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | NEXTERA ENERGY   | \$1.02   | \$7.29 B   |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | HONEYWELL INTL   | \$2.33   | \$9.29 B   |        |     |            |     |
| 04/23/2026 | LOCKHEED MARTIN  | \$6.86   | \$18.26 B  |        |     |            |     |
| 04/24/2026 | PROCTER & GAMBLE | \$1.56   | \$20.53 B  |        |     |            |     |
| 04/24/2026 | GILEAD SCIENCES  | \$1.91   | \$6.90 B   |        |     |            |     |

# VISIÓN DEL CIO

| Asset Class      | U | N | O |
|------------------|---|---|---|
| Renta Fija       |   |   |   |
| Renta Variable   |   |   |   |
| Alternativos     |   |   |   |
|                  |   |   |   |
| Regions (Equity) | U | N | O |
| North America    |   |   |   |
| Europe           |   |   |   |
| Emerging Markets |   |   |   |
| Japan            |   |   |   |
|                  |   |   |   |
| Equity Sectors   | U | N | O |
| Consumer Staples |   |   |   |
| Health Care      |   |   |   |
| Telcom Services  |   |   |   |
| Utilities        |   |   |   |
| Consumer Disc.   |   |   |   |
| Energy           |   |   |   |
| Financials       |   |   |   |
| Industrials      |   |   |   |
| Technology       |   |   |   |
| Real Estate      |   |   |   |
| Materials        |   |   |   |

El mercado lleva tres semanas consecutivas al alza y el repunte del S&P 500 es ahora el más rápido desde 1982. Los mercados se encuentran ahora en su nivel más alto del año, en territorio positivo. Los inversores pasaron rápidamente de una actitud de aversión al riesgo a una de apetito por el riesgo ante las expectativas de un acuerdo con Irán y el hecho de que el estrecho de Ormuz sea ahora accesible. No obstante, la situación sigue siendo frágil y el actual repunte de recuperación debe tomarse con cautela. Seguimos siendo cautelosos, ya que los mercados siguen estando sobrevalorados a largo plazo, con elevadas valoraciones.

La economía ya se estaba debilitando antes del conflicto con Irán, y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz han añadido una capa adicional de presión económica. Irónicamente, el consenso no parece preocuparse, ya que sigue esperando que el beneficio por acción crezca un +17 % en los próximos 12 meses. Por otro lado, son los consumidores los que se muestran escépticos, ya que el índice de confianza de la Universidad de Michigan cayó a un mínimo histórico de 47,60, lo que pone de manifiesto el impacto económico que está afectando a los consumidores.

## Brasil: cinco argumentos a favor de un mercado alcista

Como venimos comentando desde principios de año, tenemos una fuerte inclinación positiva hacia los mercados emergentes que llevan años registrando un rendimiento inferior al esperado y que ahora dan señales de fortaleza. Dentro de los mercados emergentes, Latinoamérica, y en particular Brasil, resulta especialmente atractiva. La renta variable brasileña se encuentra en la confluencia de cinco argumentos macroeconómicos distintos y que se refuerzan mutuamente, una configuración que consideramos uno de los casos de inversión más convincentes en los mercados emergentes globales en la actualidad. En esencia, la tesis se basa en tres pilares estructurales: **1. un mercado alcista de las materias primas**; **2. un dólar estadounidense en debilitamiento estructural**; y **3. un ciclo de flexibilización de la Reserva Federal por venir**.

Hay dos argumentos adicionales que refuerzan aún más este caso. **El Ibovespa sigue cotizando con un múltiplo precio-beneficio futuro de aproximadamente 9,7 veces, un nivel que representa un mínimo de casi una década tanto en su propia historia como en el conjunto de los mercados emergentes** (gráficos 1 y 2), lo que ofrece un importante potencial de expansión de los múltiplos a medida que se normalicen las condiciones macroeconómicas. El real brasileño, tras haberse recuperado con fuerza desde los mínimos de la crisis de diciembre de 2024, muestra las características de una moneda con soporte estructural, respaldada por los superávits de exportación de materias primas, el diferencial de tipos de interés reales más atractivo del mundo y la renovada confianza de las instituciones en el marco monetario de Brasil.

Gráfico 1: PER futuro: Índice Ibov (9,7x); MSCI Emerging Markets (12x)

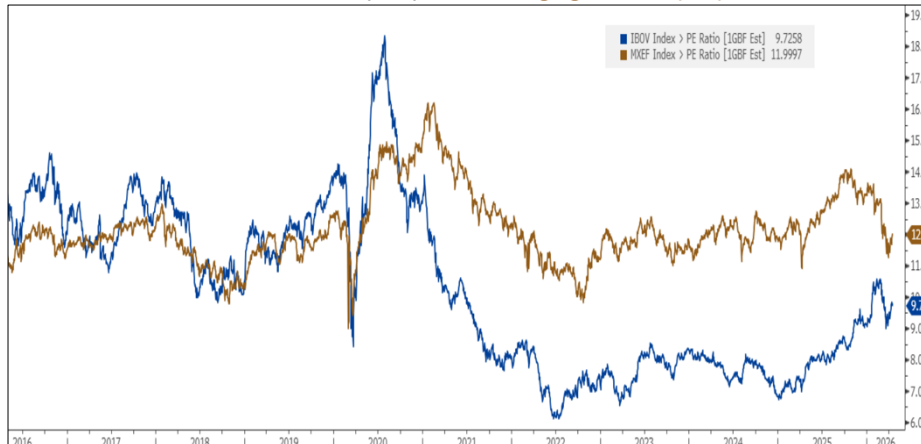
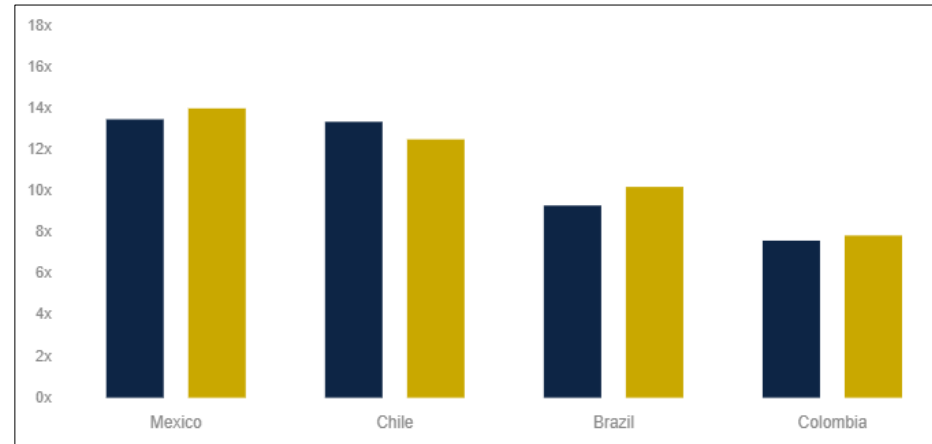


Gráfico 2: PER futuro de Latinoamérica frente a la media de 10 años



# EL TEMA DE LA SEMANA

## Pilar I: Materias primas

El principal factor impulsor a corto plazo del rendimiento superior de la renta variable brasileña es el mercado alcista sostenido de las materias primas, y ningún otro mercado bursátil importante está tan bien posicionado para beneficiarse de ello. **Brasil se encuentra entre los principales exportadores mundiales de un conjunto de materias primas excepcionalmente diversificado** (gráficos 3 y 4): petróleo crudo y productos refinados a través de Petrobras y PRIO; soja, maíz y azúcar a través del sector agroindustrial del país, líder mundial; mineral de hierro que abastece la demanda industrial china y asiática; y carne de vacuno a través de JBS y Marfrig, que juntas convierten a Brasil en la fuerza dominante del comercio mundial de proteínas. Esta amplia exposición no es casual: es una característica estructural que transforma el aumento de los precios de las materias primas de un factor macroeconómico favorable en un impulso directo a los beneficios empresariales de los componentes con mayor ponderación del Ibovespa. **Las materias primas blandas son claramente la mayor parte de las exportaciones de materias primas, con la soja representando el 12,5 % del 48,5 % total del sector agroindustrial** (gráfico 4). Las exportaciones de soja se sitúan en máximos de varios años en términos de volumen y valor. Los precios del azúcar y el etanol siguen elevados. **Las interrupciones en el estrecho de Ormuz también han beneficiado a Brasil debido a su fuerte orientación hacia la industria petrolera** (gráfico 3). Petrobras, la principal empresa brasileña que representa alrededor del 15 % del índice brasileño, ha sido una beneficiaria directa del conflicto iraní... la acción ha subido un 70 % desde principios de año, desde su mínimo hasta su máximo. El sector de los materiales añade un impulso adicional a través del mineral de hierro y el acero, donde la recuperación del gasto en infraestructuras en China está empezando a reanclar las expectativas de demanda. Vale, que representa el 10 % del índice brasileño, genera el 65 % de sus ingresos a partir del mineral de hierro. Para los inversores, el aumento de los precios de las materias primas genera superávits comerciales, lo que refuerza los ingresos del Gobierno, reduce la presión fiscal que históricamente ha lastrado las primas de riesgo brasileñas y crea un círculo virtuoso entre la estabilidad macroeconómica y el rendimiento de la renta variable.

Gráfico 3: Principales exportaciones de materias primas (miles de millones de dólares)

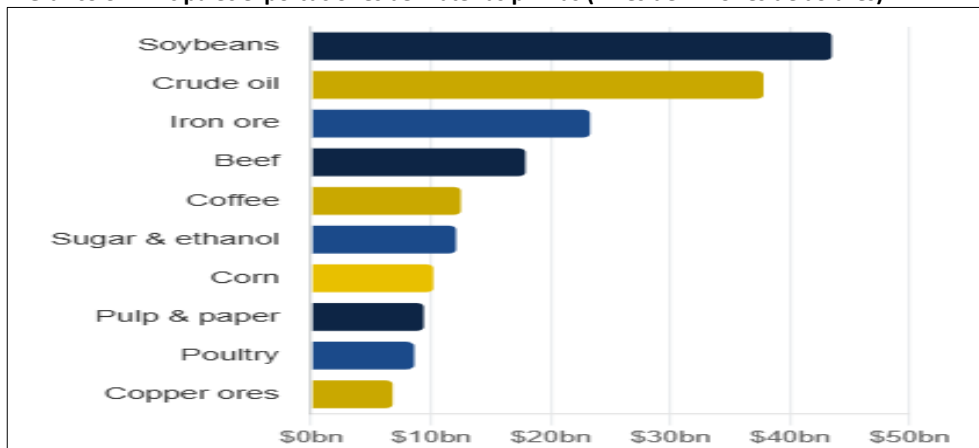
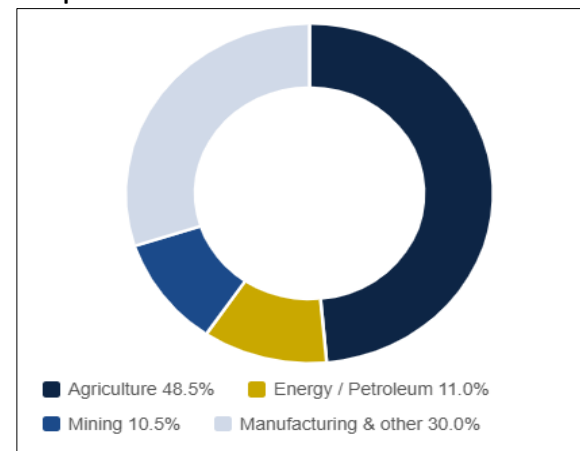


Gráfico 4: Desglose por categorías generales / Exportaciones totales: 349 000 millones de dólares



# EL TEMA DE LA SEMANA

## Pilar II: Debilidad del dólar estadounidense

El debilitamiento estructural del dólar estadounidense es el segundo pilar del escenario alcista para Brasil, y opera a través de múltiples canales simultáneamente. **Tras alcanzar niveles extremos de sobrevaloración a finales de 2024 —cuando el USD/BRL rozó brevemente los 6,18 en el punto álgido de la incertidumbre fiscal en Brasil y la fortaleza global del dólar—, el dólar ha entrado desde entonces en una amplia fase bajista, rompiendo 15 años de mercado alcista del dólar** (gráfico 5). Para la renta variable brasileña, un dólar más débil es inequívocamente positivo. En primer lugar, y de forma más directa, fortalece el real brasileño, lo que actúa como un mecanismo de transmisión: cada punto porcentual de apreciación del real añade un porcentaje equivalente de rentabilidad denominada en dólares para los inversores extranjeros que poseen activos brasileños sin necesidad de una apreciación adicional del precio de las acciones. Esto hace que el perfil de rentabilidad de la renta variable brasileña resulte mecánicamente más atractivo para los inversores internacionales a medida que el dólar cae. En segundo lugar, un dólar más débil reduce la carga real de la deuda para las empresas brasileñas con pasivos denominados en dólares, lo que mejora directamente la calidad del balance y la previsibilidad de los beneficios, especialmente para sectores intensivos en capital como la energía, los servicios públicos y la industria. En tercer lugar, la debilidad del dólar tiende a correlacionarse con un aumento del apetito de riesgo global, ya que indica que el periodo de excepcionalismo monetario estadounidense —tipos altos, alto crecimiento, dólar fuerte— está llegando a su fin, lo que fomenta la rotación de capital hacia mercados con mayor rendimiento y más sensibles al ciclo, como Brasil. **Como mencionamos en nuestro informe de la semana pasada, el índice del dólar está a punto de romper una tendencia alcista de 15 años** (gráfico 6), a medida que la diversificación de las reservas en dólares entre los fondos soberanos y los bancos centrales sigue ganando impulso. Y la perspectiva de una flexibilización sostenida por parte de la Reserva Federal elimina el apoyo de los tipos de interés que sustentó la fortaleza del dólar entre 2022 y 2024. Los periodos anteriores de notable sobredimensionamiento de la renta variable brasileña —sobre todo el auge de las materias primas y los mercados emergentes de mediados de la década de 2000— coincidieron con largas fases de debilidad del dólar estadounidense. La historia no se repite mecánicamente, pero la arquitectura macroeconómica de 2026 presenta similitudes significativas con aquellos episodios.

Gráfico 5: USBBRL (4,98) / Gráfico a largo plazo

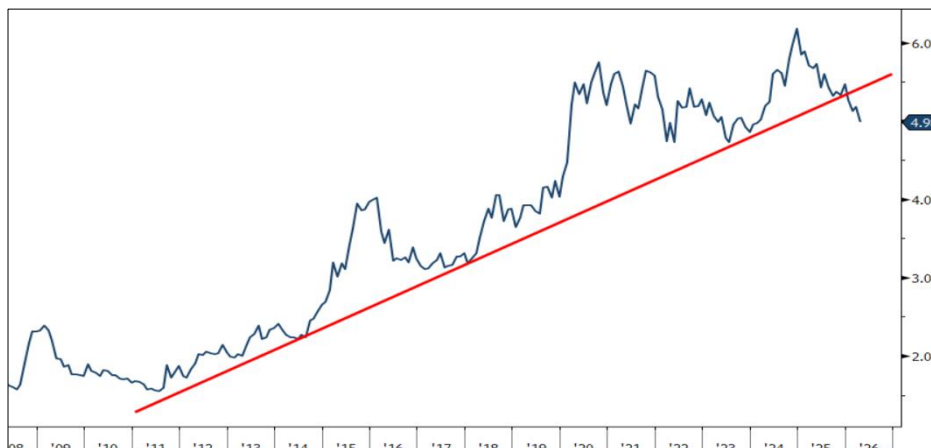


Gráfico 6: Índice DXY (97,89)



# EL TEMA DE LA SEMANA

## Pilar III: La baja de tipos de parte de la Fed

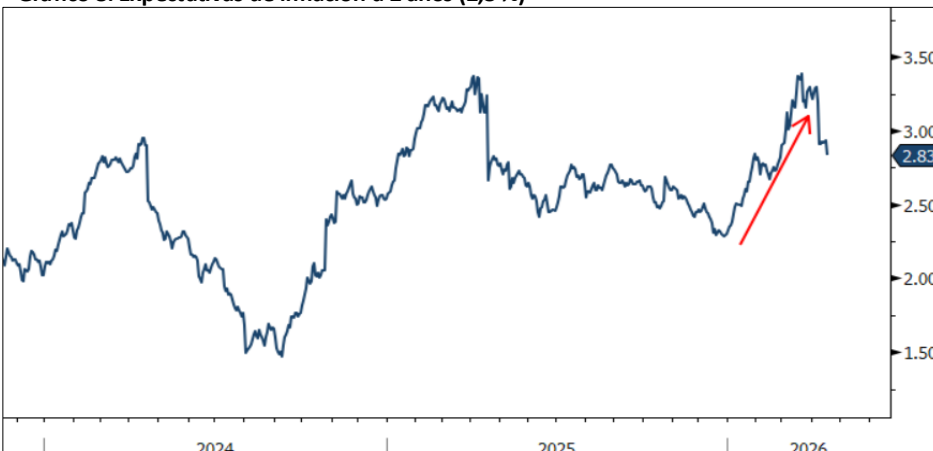
Siempre hemos mantenido una postura bastante contraria a lo que el mercado está descontando actualmente. **Los inversores han pasado de esperar dos recortes de tipos para 2026 a casi ninguno en la actualidad, debido al aumento de las expectativas de inflación** (gráficos 7 y 8). Dado que la interrupción del estrecho de Ormuz constituye una situación de choque de oferta y que ese repunte de la inflación debería ser, en principio, solo temporal, creemos que la Fed bajará los tipos en 2026. El giro de la Reserva Federal hacia un ciclo de recortes de tipos es el tercer pilar —y posiblemente el más significativo desde el punto de vista estructural— del argumento alcista para Brasil, ya que opera a nivel de la valoración fundamental. Cuando los tipos sin riesgo de EE. UU. son altos, la tasa de descuento aplicada a todos los activos de riesgo aumenta y la prima de riesgo exigida por mantener acciones de mercados emergentes se amplía. Lo contrario también es cierto: a medida que la Fed relaja su política y los tipos a corto plazo de EE. UU. bajan, el valor razonable matemático de cada dólar de beneficios futuros en Brasil —o en cualquier otro mercado emergente— aumenta.

La dimensión interna de este pilar es igualmente poderosa. El tipo Selic de Brasil, que actualmente se encuentra entre los tipos de interés reales más altos del mundo, se encuentra en una senda gradual hacia la neutralidad a medida que la inflación se modera hacia el objetivo del 4,4 % previsto para 2026. Esto es importante para las empresas brasileñas de una forma que pocos inversores aprecian plenamente: aproximadamente el 60 % de la deuda corporativa brasileña está vinculada a la tasa Selic, lo que significa que cada 100 puntos básicos de flexibilización interna mejora directamente los ratios de cobertura de intereses, la generación de flujo de caja libre y los beneficios por acción de una amplia muestra de los componentes del Ibovespa. El entorno de doble flexibilización —recortes de la Fed a nivel externo y flexibilización del BCB a nivel interno— crea un mecanismo de revalorización de las empresas excepcionalmente potente. La vertiente externa reduce la prima de riesgo país y fomenta las entradas de capital extranjero. La vertiente interna mejora los beneficios empresariales y estimula el ciclo crediticio.

Gráfico 7: número de recortes de tipos previstos por la Fed (-0,6)



Gráfico 8: Expectativas de inflación a 2 años (2,8 %)



# EL TEMA DE LA SEMANA

## Argumento IV: Baja valoración y dividendos

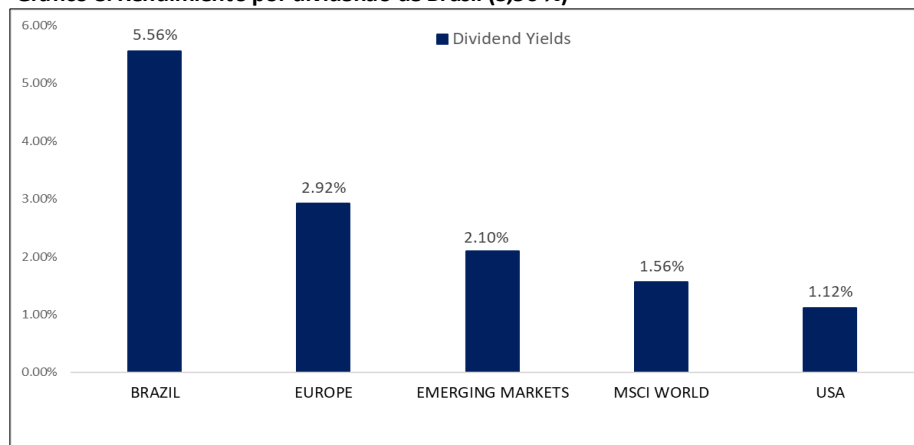
Ya hemos mencionado este aspecto al principio de nuestro informe, pero el descuento respecto a los mercados desarrollados es tan amplio que merece la pena volver a mencionarlo. **Si observamos la relación P/B, Brasil cotiza con un descuento del 55 % respecto a los mercados desarrollados, el mayor descuento jamás registrado** (gráfico 7). Los valores financieros brasileños —que dominan el índice— cotizan con descuento respecto a sus homólogos globales a pesar de generar cifras de rentabilidad sobre recursos propios competitivas o superiores a las de los bancos internacionales. Itaú Unibanco, uno de los bancos de gran capitalización más rentables del mundo, sigue generando altos rendimientos mientras cotiza a una fracción de los múltiplos que alcanzan sus equivalentes estadounidenses o europeos. Este tipo de situación de «calidad con descuento» es poco habitual en los mercados mundiales y subraya la asimetría de la oportunidad actual.

La valoración no suele ser un catalizador por sí sola: los mercados pueden permanecer baratos durante largos periodos sin que se produzca una revalorización. Pero en el contexto de los tres pilares estructurales ya descritos, el extremo descuento de valoración de Brasil pasa de ser una observación pasiva a convertirse en un amplificador activo de los rendimientos potenciales. **Las rentabilidades por dividendos añaden una dimensión adicional. Dado que el Ibovespa ofrece rentabilidades por dividendos a nivel del índice en el rango del 5 % al 6 % en moneda local, la renta variable brasileña proporciona ingresos atractivos mientras los inversores esperan a que se materialice la revalorización** (gráfico 8). En un mundo en el que las rentabilidades del dólar estadounidense están disminuyendo y el cálculo del carry trade está cambiando, el perfil de rentabilidad de Brasil se vuelve cada vez más competitivo a escala global.

Gráfico 7: P/B: Índice Ibov (1,56x); MSCI World (3,5x)



Gráfico 8: Rendimiento por dividendo de Brasil (5,56 %)



# EL TEMA DE LA SEMANA

## Argumento V: La fortaleza del BRL

Quizás el aspecto más subestimado del optimismo respecto a Brasil sea el cambio estructural en el perfil de riesgo del real brasileño. Durante años, la volatilidad del BRL fue la razón por excelencia por la que los inversores internacionales infraponderaban Brasil: la sensibilidad de la moneda a las noticias fiscales, los acontecimientos políticos y los episodios de aversión al riesgo a nivel mundial la convertían en una fuente recurrente de lastre para la rentabilidad denominada en USD. Esa dinámica parece estar cambiando de manera significativa, y el comportamiento del BRL desde sus mínimos de diciembre de 2024 representa un cambio de régimen importante. **Desde el máximo de la crisis de 6,18 USD/BRL en diciembre de 2024, el real se ha apreciado hasta situarse en torno a 5,0, recuperando más del 17 % y rozando brevemente los 5,08 a principios de abril de 2026 —su nivel más alto desde mayo de 2024 (gráfico 9).**

Esta recuperación no ha sido impulsada por posiciones especulativas a corto plazo, sino por factores fundamentales que son duraderos. Los términos de intercambio de Brasil se mantienen cerca de máximos históricos, impulsados por el mismo ciclo de precios de las materias primas que está impulsando la rentabilidad de la renta variable. El BCB mantiene uno de los tipos de interés reales más altos del mundo, con un tipo real a 10 años del 9,5 %, lo que proporciona un diferencial de carry sustancial y atractivo para los inversores internacionales. Los superávits comerciales se mantienen sólidos, con un superávit de aproximadamente 4.200 millones de dólares en el comercio de mercancías de febrero de 2026, lo que refuerza la posición de la balanza por cuenta corriente y reduce la vulnerabilidad estructural del BRL. **Por último, a pesar de la reciente recuperación, el BRL sigue estando muy lejos de su valor razonable estimado según la paridad del poder adquisitivo, situado en 3,83, lo que supondría una apreciación del +23 % (gráfico 10).**

Gráfico 9: USBRL (4,98) / Gráfico a medio plazo

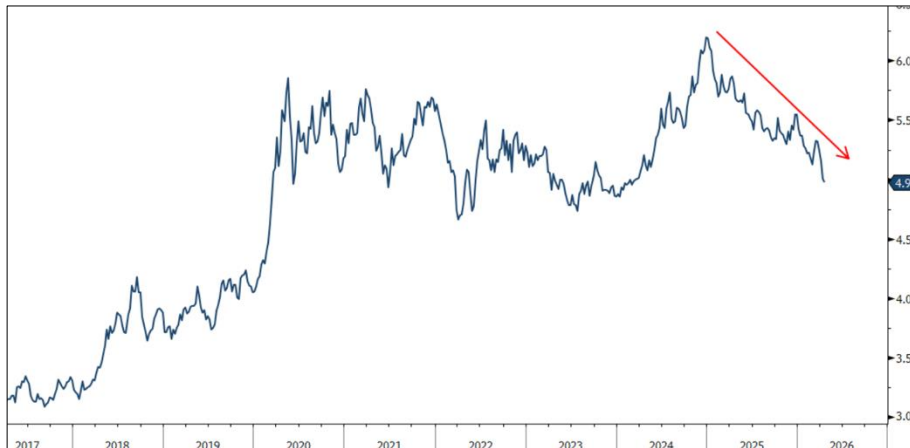
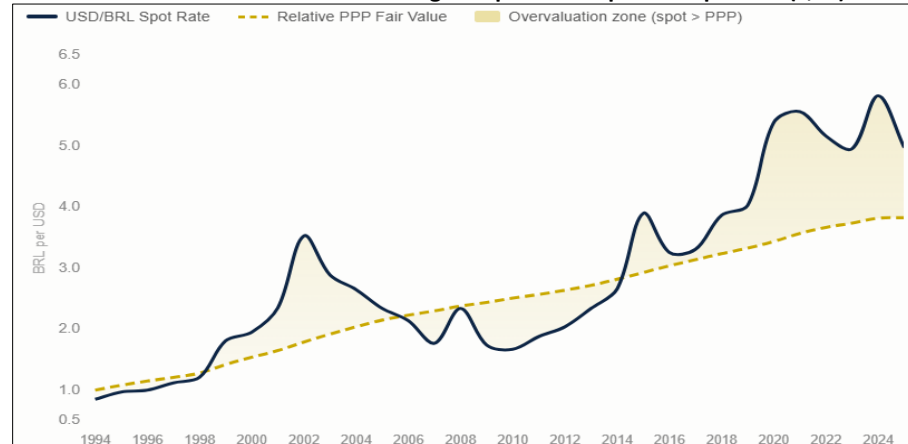


Gráfico 10: Valor razonable del USBRL según la paridad de poder adquisitivo (3,83)



**In On Capital, S.A.** pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.