



ENERO 2026

HOUSE VIEW GLOBAL

¿Sin límites?

por

MARTÍN POLO
Estratega en jefe
de Cohen

•p perspectivas

Desde que ganó las elecciones en 2024, Trump se convirtió en un factor de volatilidad para el mercado. Primero, por su agresiva política de suba de aranceles; luego, por sus intervenciones en el mapa geopolítico global, pasando por la embestida contra la Fed a raíz de lo que considera una política monetaria que demora demasiado en bajar la tasa de interés. En el primer año de gestión, todas estas cuestiones generaron incertidumbre y sorpresa entre los inversores, pero no cambiaron el rumbo ni de la economía ni de los mercados. De hecho, la economía siguió creciendo en 2025, con la inflación en baja y el desempleo estable, superando las expectativas y aplacando los temores de estanflación que se generaron en la primera mitad de 2025 debido al impacto del inédito aumento de los aranceles a las importaciones. Detrás de este resultado se encuentra la fortaleza del consumo y de la inversión privada, donde se destaca el fuerte dinamismo de la inversión en IA por parte de las empresas. En el plano fiscal, la suba de aranceles permitió un mejor desempeño de los ingresos que, acompañado por cierta moderación del gasto, derivó en una leve mejora del resultado fiscal, aunque el déficit y la deuda pública siguen en niveles muy elevados, lo que presiona sobre los

rendimientos de los bonos del Tesoro, especialmente en el tramo largo. En este contexto, la Fed siguió flexibilizando la política monetaria, con tres recortes de la tasa de interés y la promesa de comenzar a expandir su balance para darle más liquidez al mercado. Las perspectivas para este año es que este proceso continúe, con algo más de crecimiento, desocupación estable y la inflación convergiendo al objetivo de la Fed.

En este marco, los mercados globales siguen mostrando un buen desempeño. Aunque no exentos de volatilidad, los principales índices de renta variable continúan en niveles récord, empujados por la fortaleza de los resultados de sus balances, que justifican las valuaciones. En la renta fija, pese a la presión sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro, los bonos corporativos –tanto los de mayor calidad como los de alto rendimiento– tuvieron una buena *performance* y siguieron comprimiendo *spreads*. El dólar no se recuperó de la caída registrada en los primeros meses del año pasado, aunque mantiene una tendencia estable. En cuanto a los *commodities*, los factores geopolíticos continuaron afectando el desempeño de corto plazo, aunque la tendencia es bajista para los energéticos –mayor producción global–,

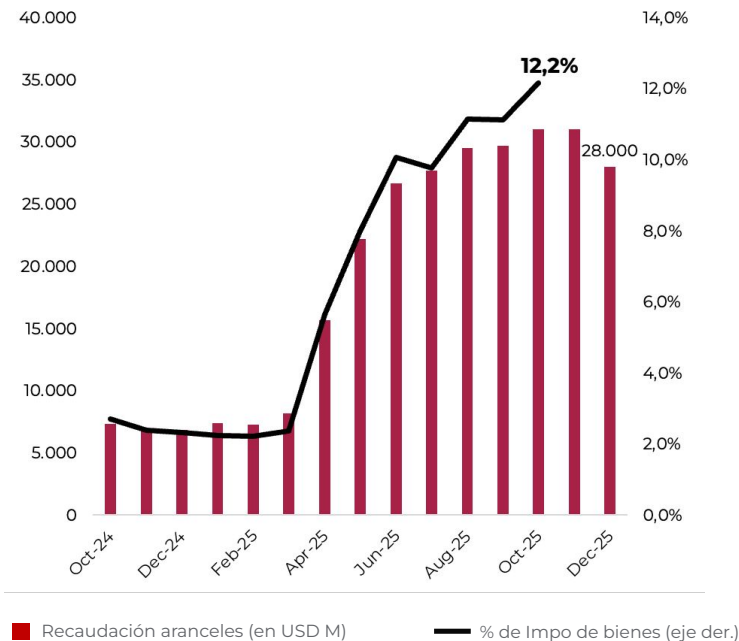
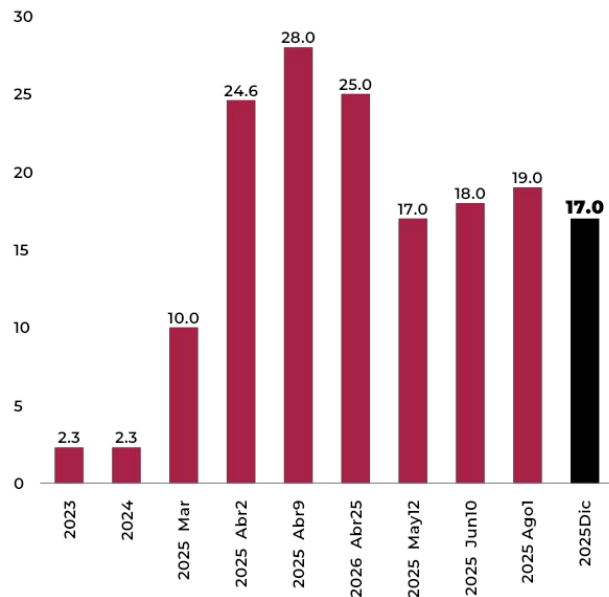
estable para los agrícolas –aunque con presión a la baja por las buenas perspectivas para la cosecha– y alcista para los metales –especialmente el cobre, empujado por la mayor demanda para semiconductores–. En el caso de los metales preciosos, como el oro y la plata, la incertidumbre les sigue jugando a favor, con una mayor demanda como refugio de valor por parte de bancos centrales e inversores, lo que les permite superar nuevos máximos históricos.

Las perspectivas para este año siguen siendo constructivas, aunque en el último mes los riesgos han aumentado, con el foco de atención nuevamente en Trump –por su nueva embestida contra Powell, poniendo en jaque la independencia de la Fed, y por la presión sobre Europa por Groenlandia– y en Japón –las dudas sobre el plan fiscal y la tensión política afectan al mercado de deuda soberana del país–. Esto viene presionando la dinámica de los bonos del Tesoro y puede complicar el escenario base. También es relevante la temporada de balances del 4Q25 y, si bien se esperan buenos resultados, una sorpresa negativa podría golpear a las acciones y generar una corrección abrupta del mercado. Mientras tanto, el oro seguirá aprovechando este contexto volátil para reafirmar su valuación.

| Aranceles para todos

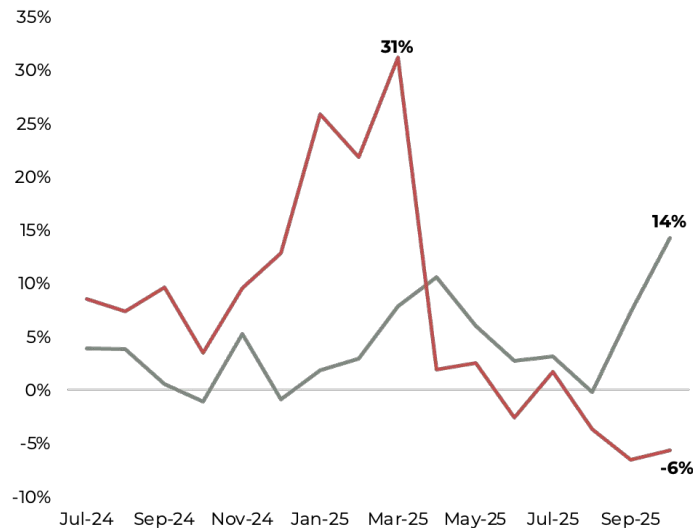
La suba de aranceles como eje del programa

TASA DE ARANCEL PROMEDIO

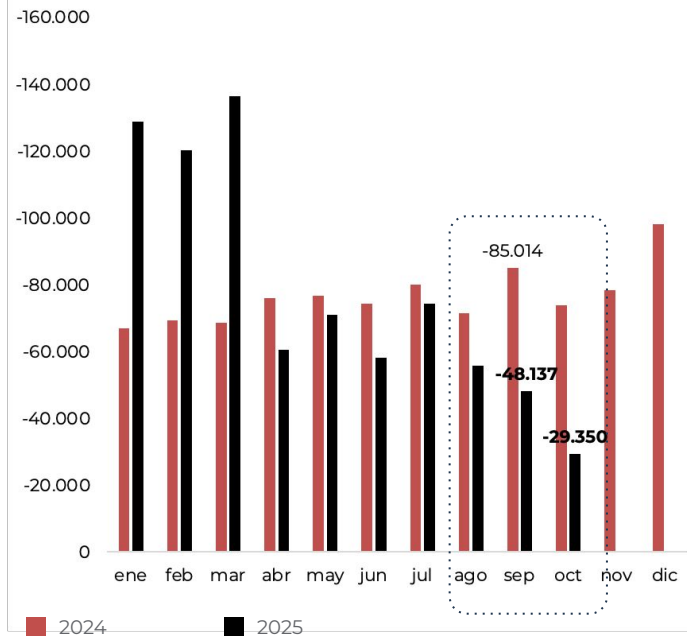


El impacto en el comercio exterior comienza a sentirse

COMERCIO EXTERIOR DE BIENES VAR I.A.

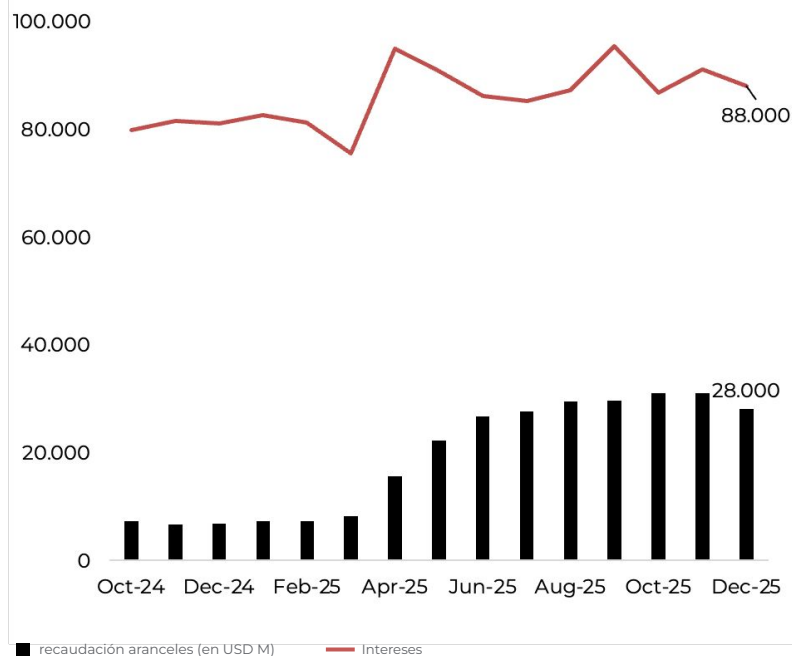
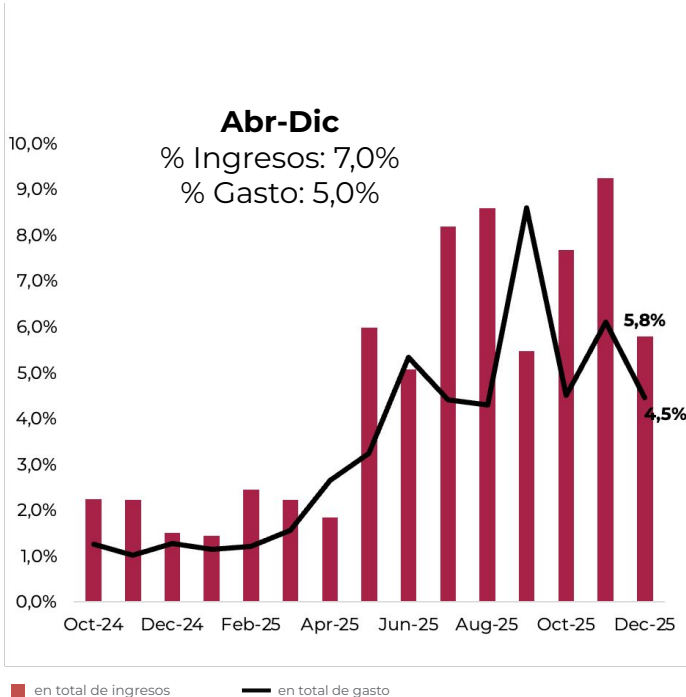


EE.UU. DÉFICIT COMERCIAL DE BB Y SS EN MILLONES DE USD



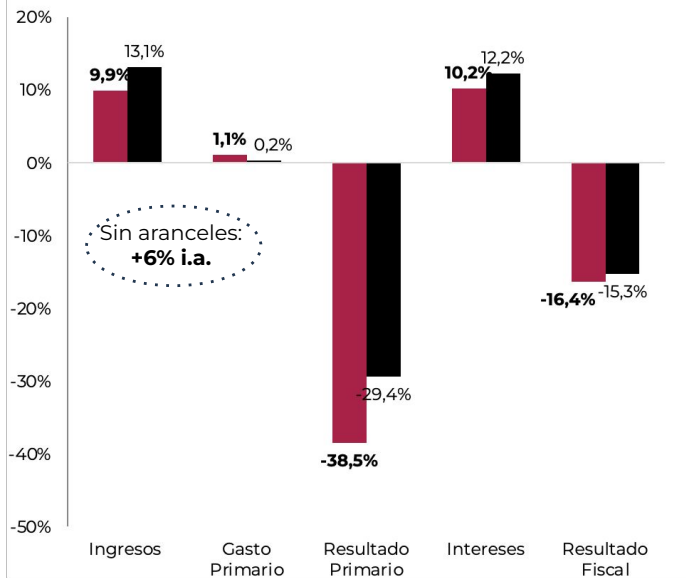
... y en las cuentas públicas también (aunque insuficiente)

PARTICIPACIÓN DE ARANCELES



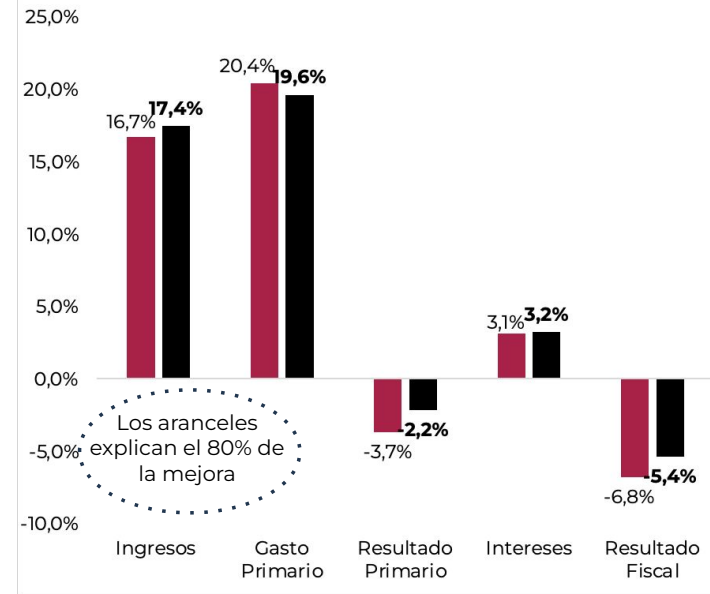
La mejora en los ingresos redujo el déficit fiscal

RESULTADO FISCAL
VAR I.A.



■ 2025 ■ 4Q 25

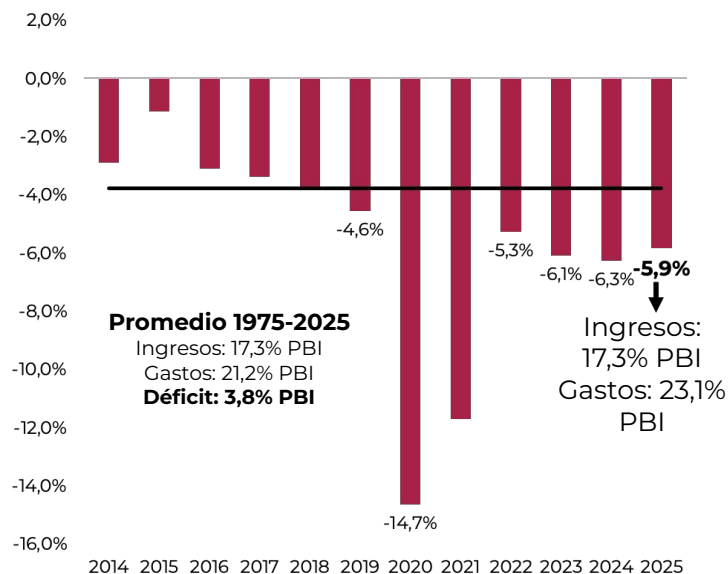
RESULTADO FISCAL
EN % PBI



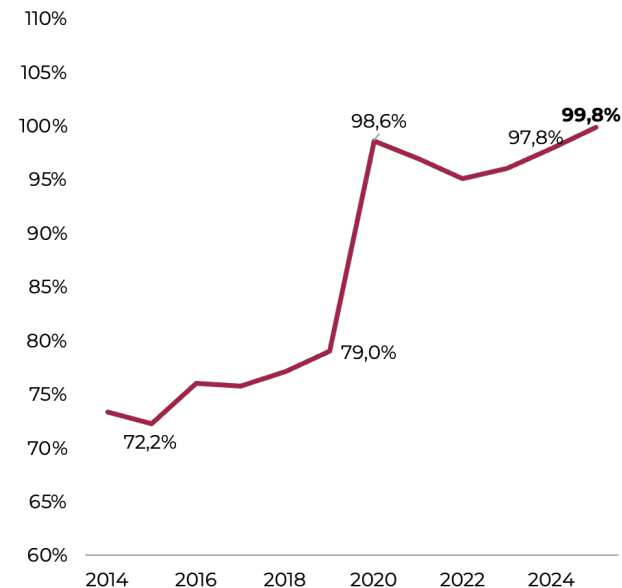
■ 2024 ■ 2025

...aunque la mochila fiscal es muy pesada

RESULTADO FISCAL, GOBIERNO FEDERAL
AÑO FISCAL, EN % DE PBI



DEUDA PÚBLICA, GOBIERNO FEDERAL
AÑO FISCAL, EN % DE PBI

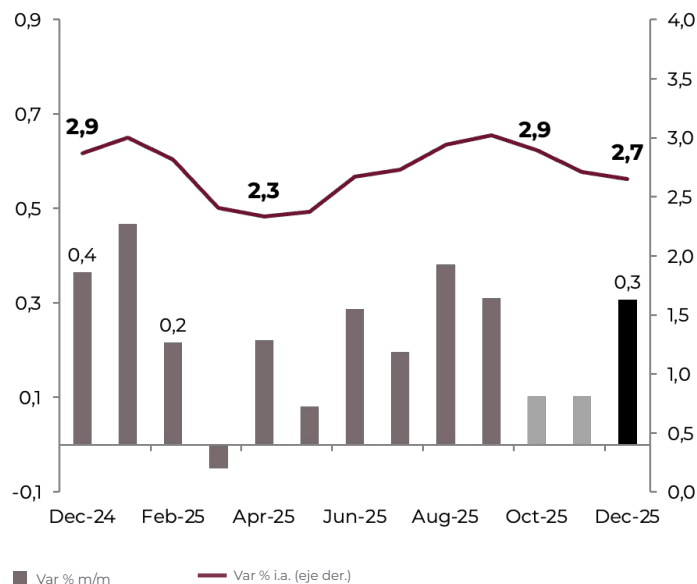


La economía crece

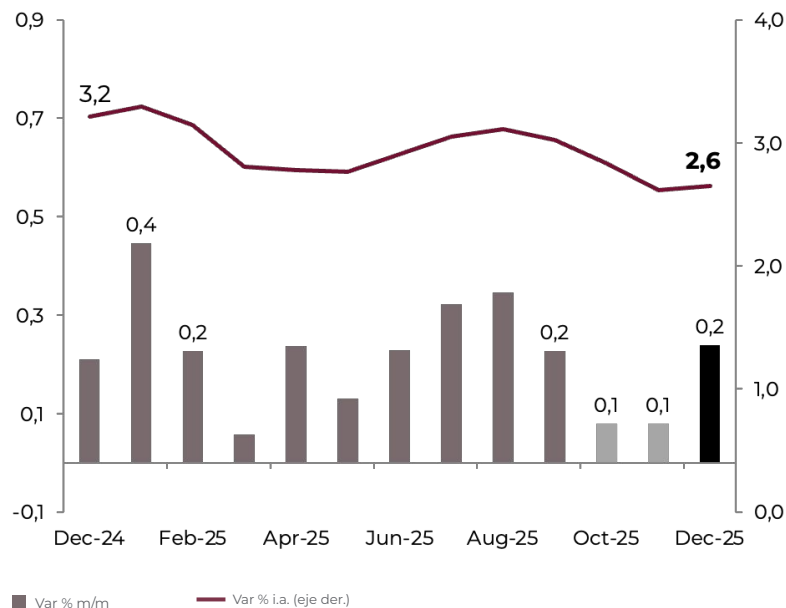
Inflación en baja, menor demanda
laboral pero pleno empleo.

La inflación contenida

EE. UU. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

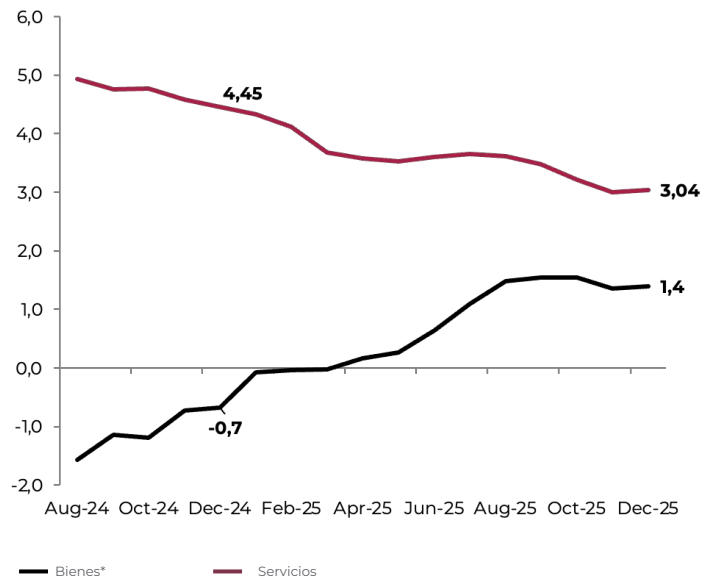


EE. UU. IPC CORE

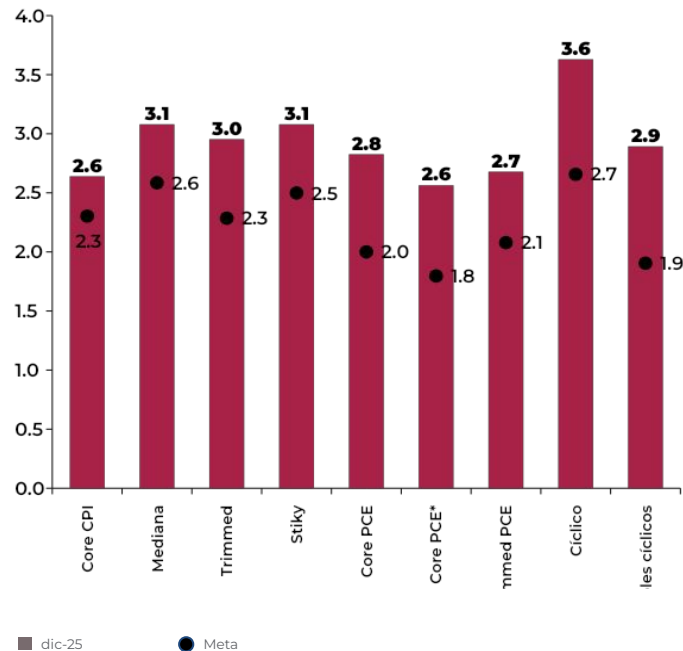


... aunque por encima de la meta

VAR I.A.

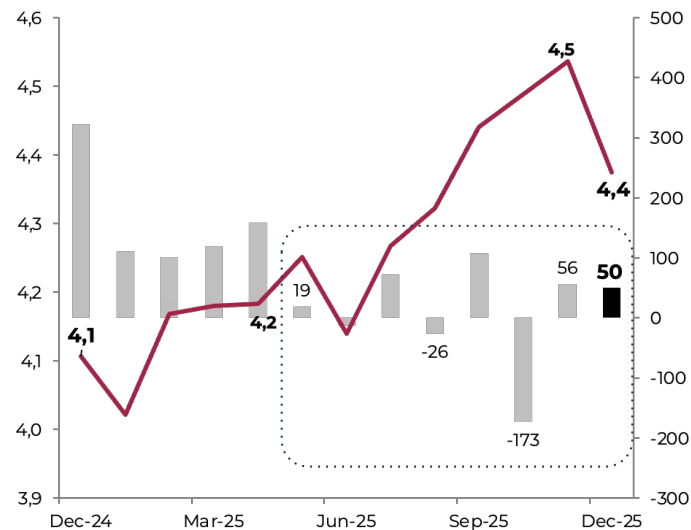


EE. UU. DIFERENTES MEDIDAS DE INFLACIÓN



El empleo perdió impulso

EE. UU. INDICADORES LABORALES



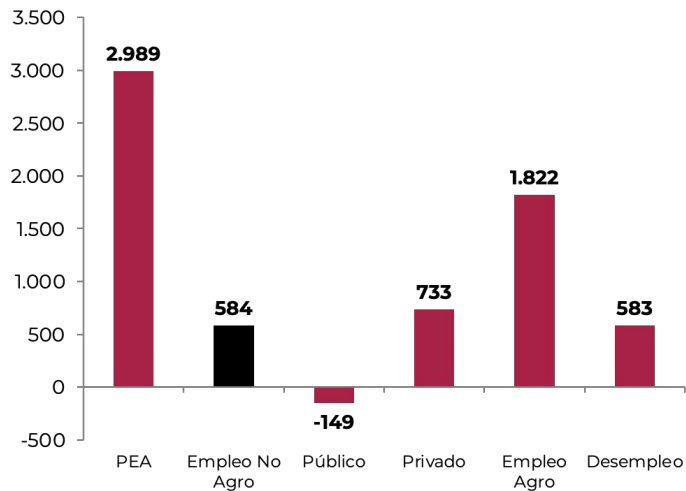
■ Empleo no agrícola (var m/m en miles, eje der.)

— Desempleo

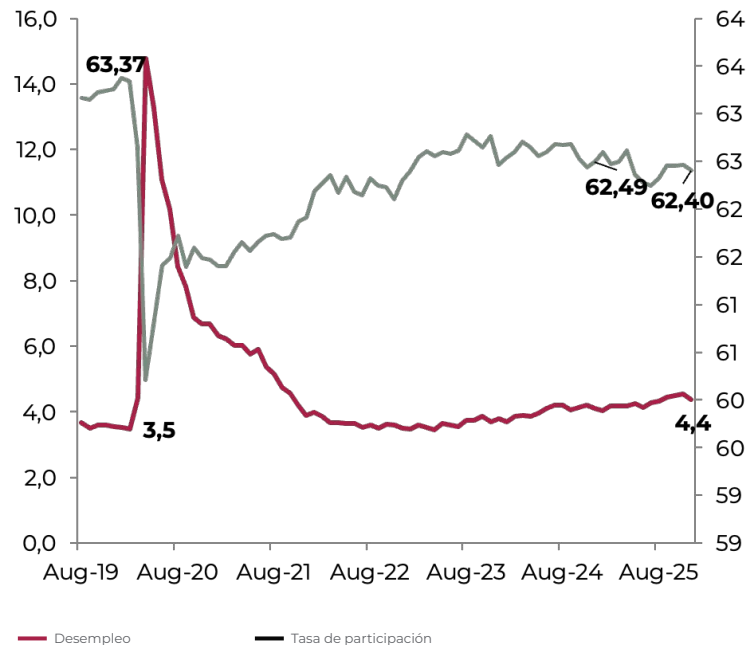
	en miles	Var. Mes promedio			
	dic-25	Mes	YTD	Ene- Abr	May -Dic
NFP	159.526	50	49	123	12
Privado	136.115	37	61	108	38
Construcción	8.303	-11	1	4	0
Industria	12.692	-8	-6	1	-9
Servicios	114.512	58	67	103	49
Público	23.411	13	-12	15	-26
Federal	2738	2	-23	-9	-30
Estadual	5467	-7	-4	4	-7
Local	15.206	18	14	20	12

... pero la desocupación se mantiene baja

EE. UU. INDICADORES LABORALES
VAR 2025, EN MILES DE PERSONAS

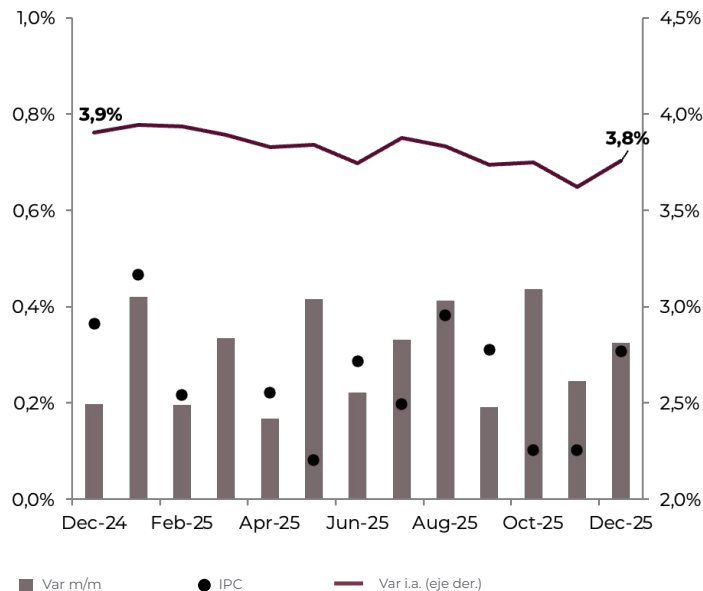


EE. UU. INDICADORES LABORALES

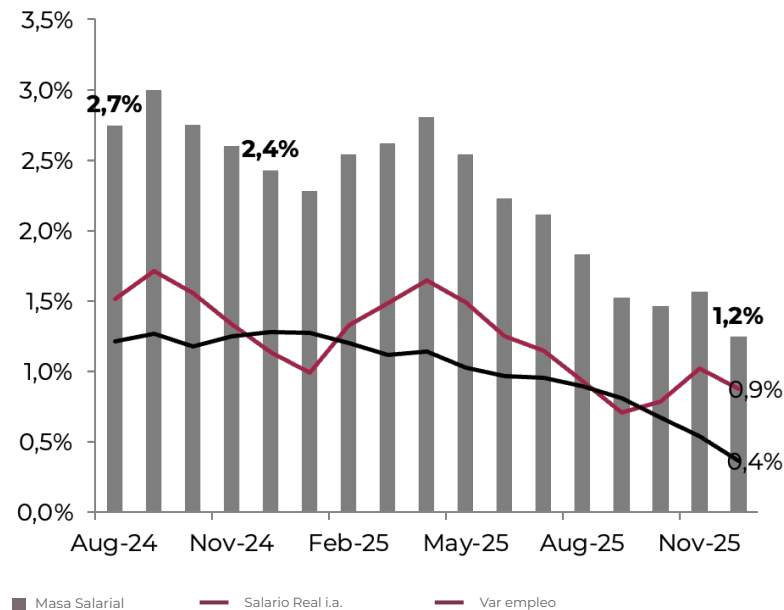


... y los salarios suben y la masa salarial desacelera

**SALARIOS PRIVADOS
PROMEDIO POR HORA**

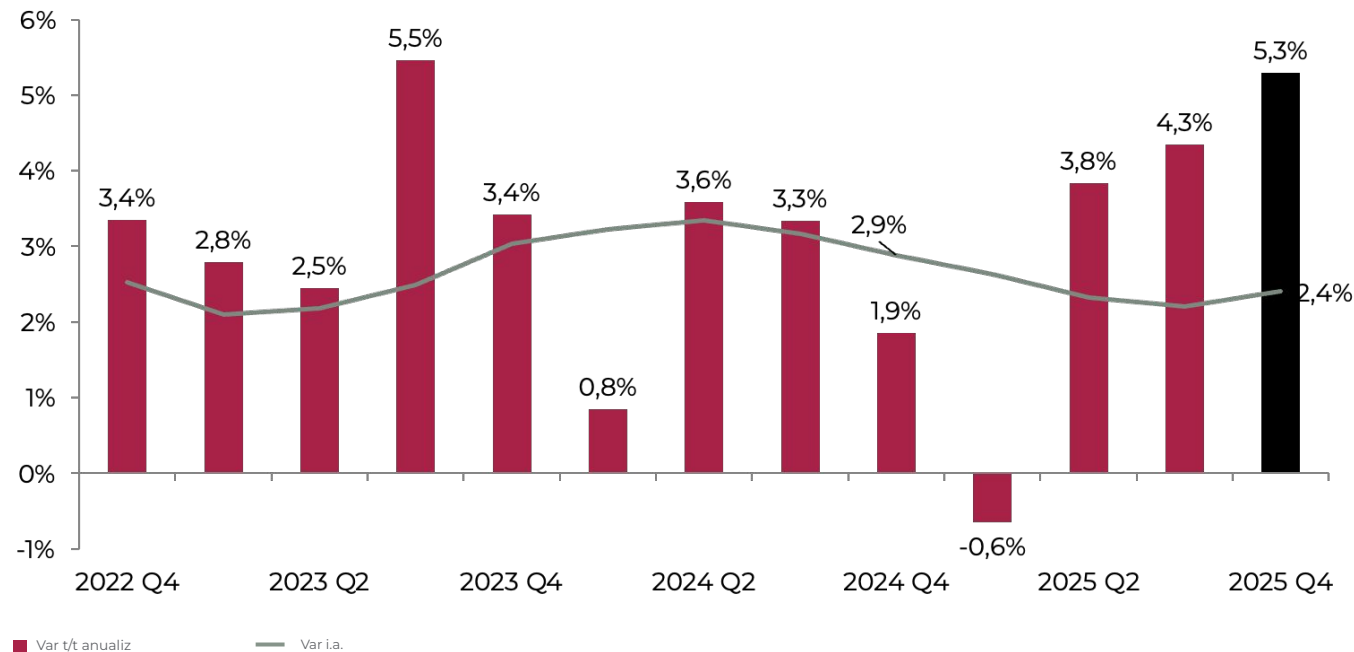


**EE. UU. MASA SALARIAL REAL
VAR I.A.**



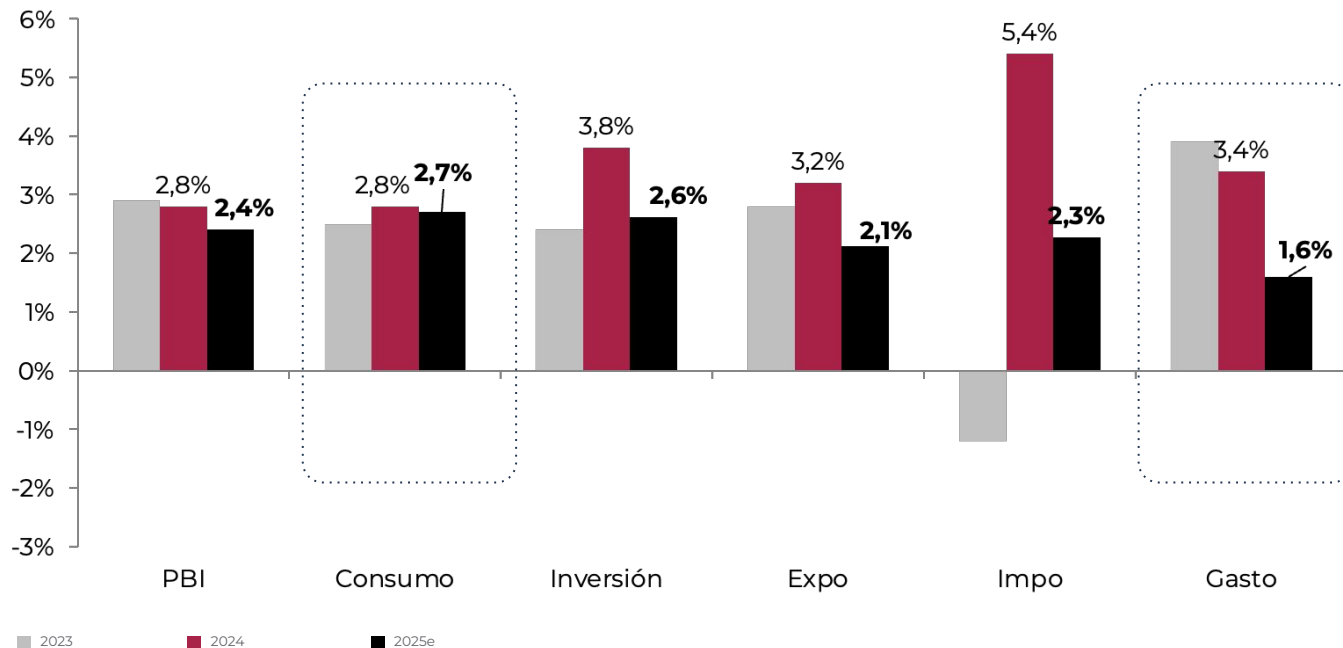
La actividad no afloja - pese al shutdown

EE. UU. PBI VAR. TRIMESTRAL ANUALIZADA



2025 cerró con buen crecimiento -con menos sector público y más exportaciones netas-

PBI VAR i.A.

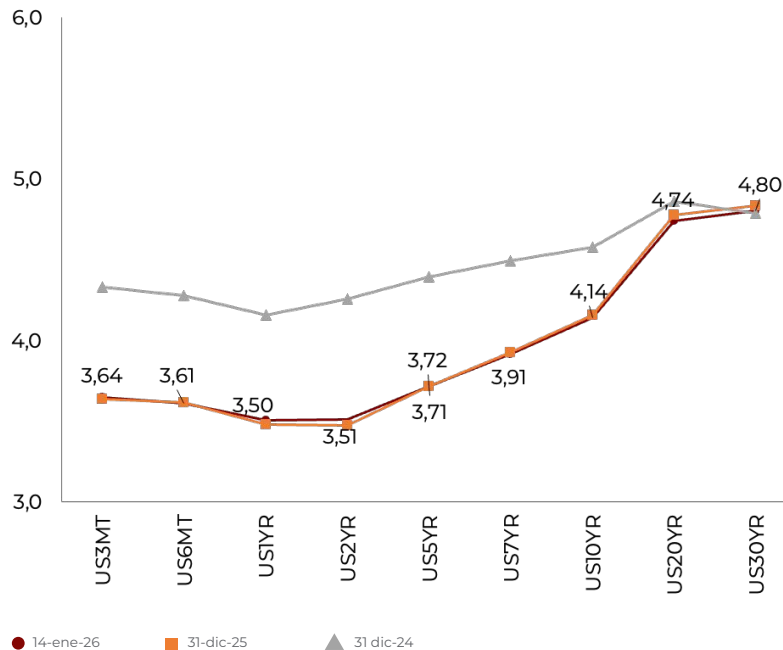


Las tasas ceden lentamente

RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO

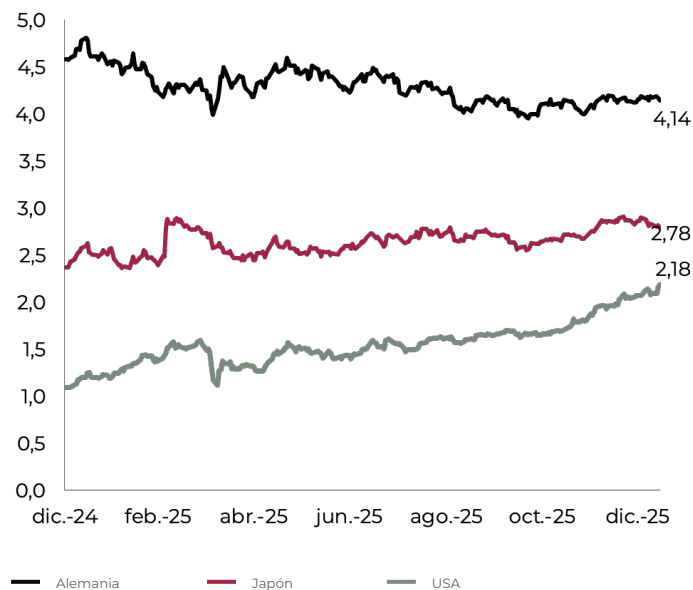


CURVA DE RENDIMIENTOS DE BONOS DEL TESORO

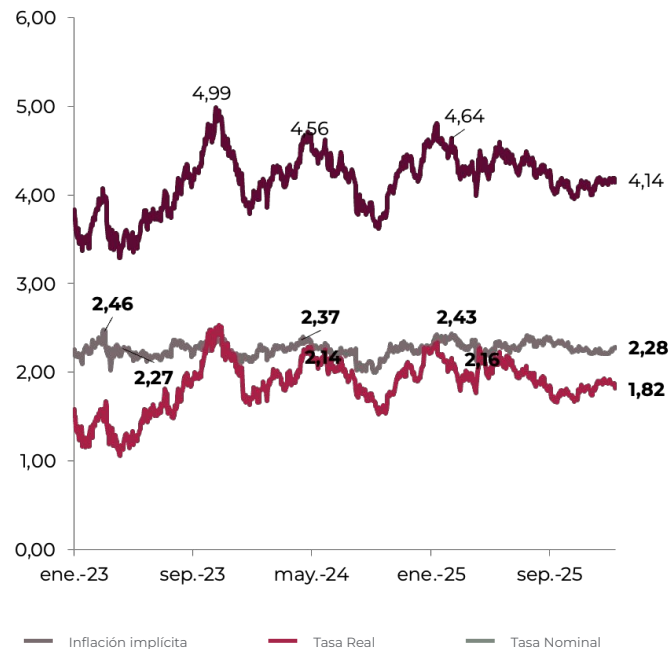


Las tasas ceden lentamente

RENDIMIENTOS BONOS A 10 AÑOS



RENDIMIENTO DE LOS BONOS UST10Y

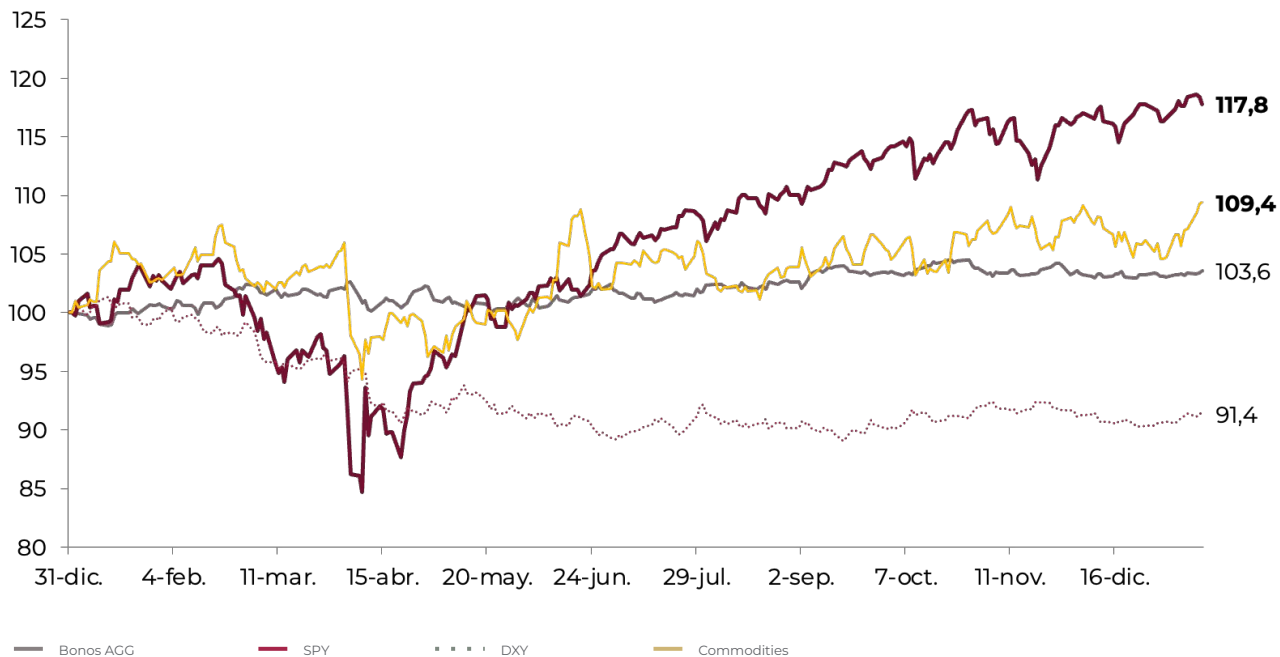


Mercados en máximos

Volatilidad, refugios y el impacto de la IA

Otro gran año para las acciones

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS, 30 DIC 2024=100

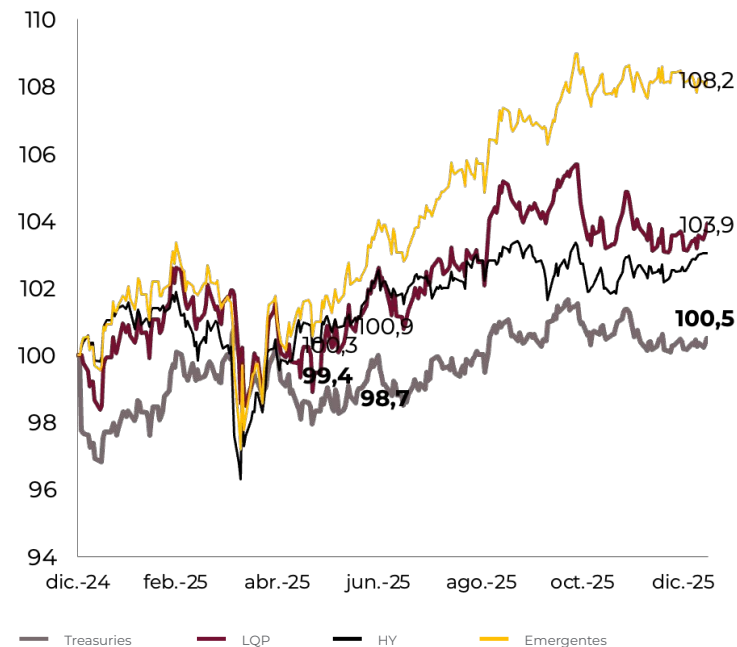


Acciones en máximos y *spread* de bonos en mínimos

EVOLUCIÓN ACCIONES
30 DIC 2024 = 100

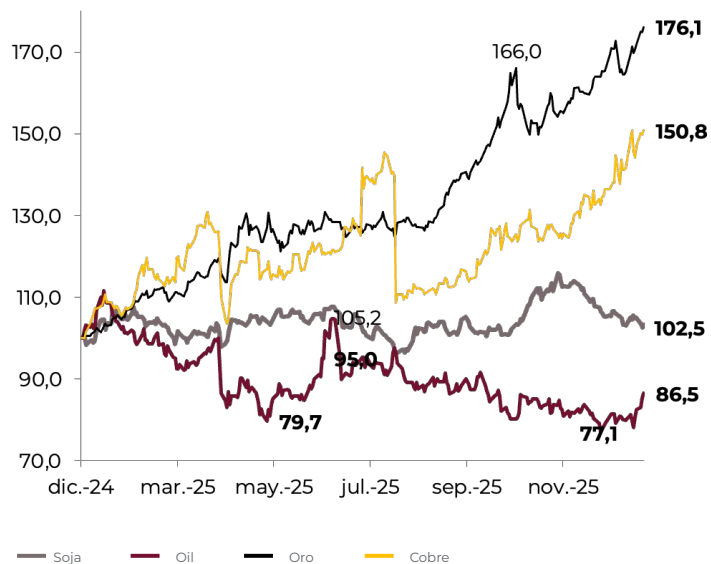


RENTA FIJA
30 DIC 2024 = 100

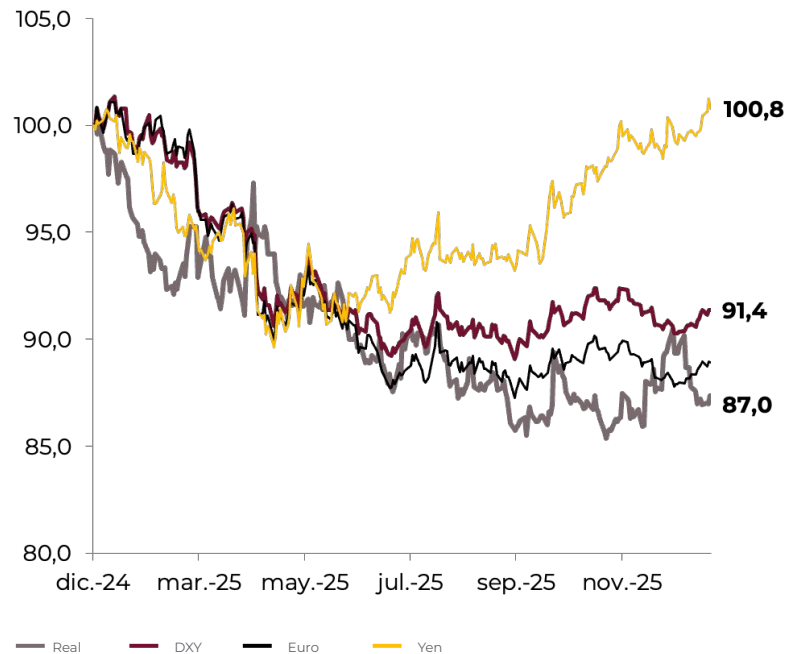


El dólar goleado y el oro sin techo

PRECIO PRINCIPALES COMMODITIES
DIC 23 = 100

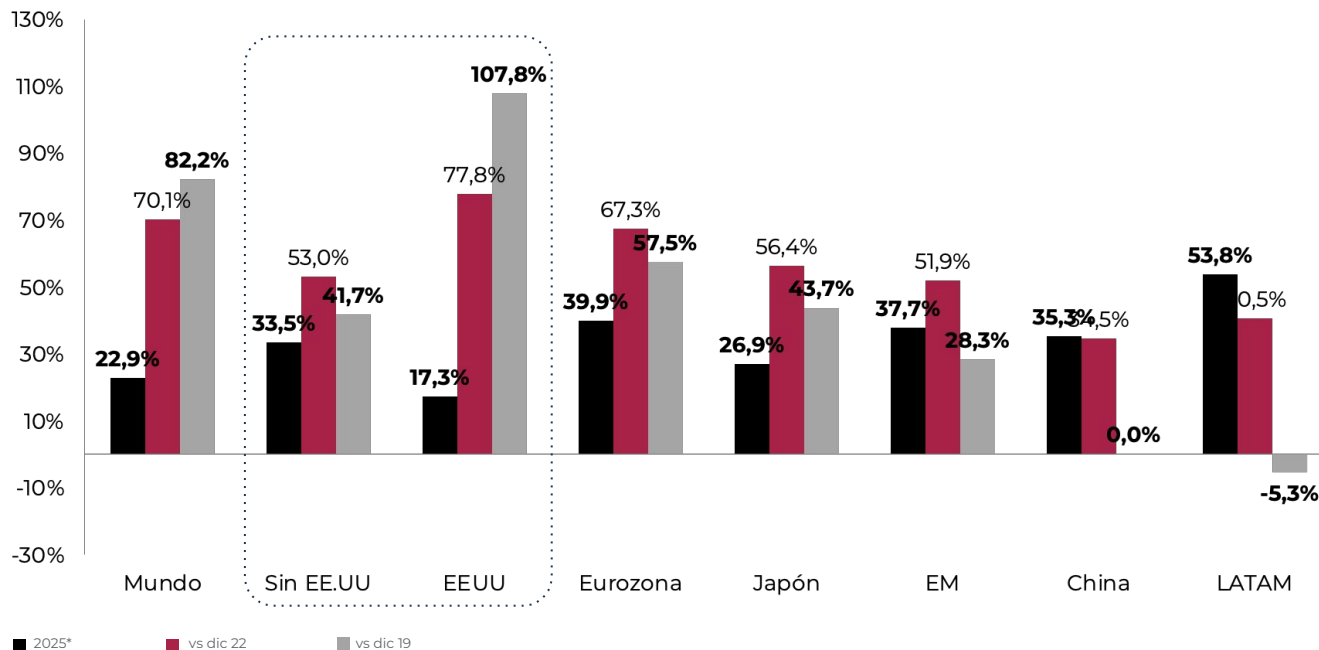


EVOLUCIÓN PRINCIPALES MONEDAS
DIC 23 = 100



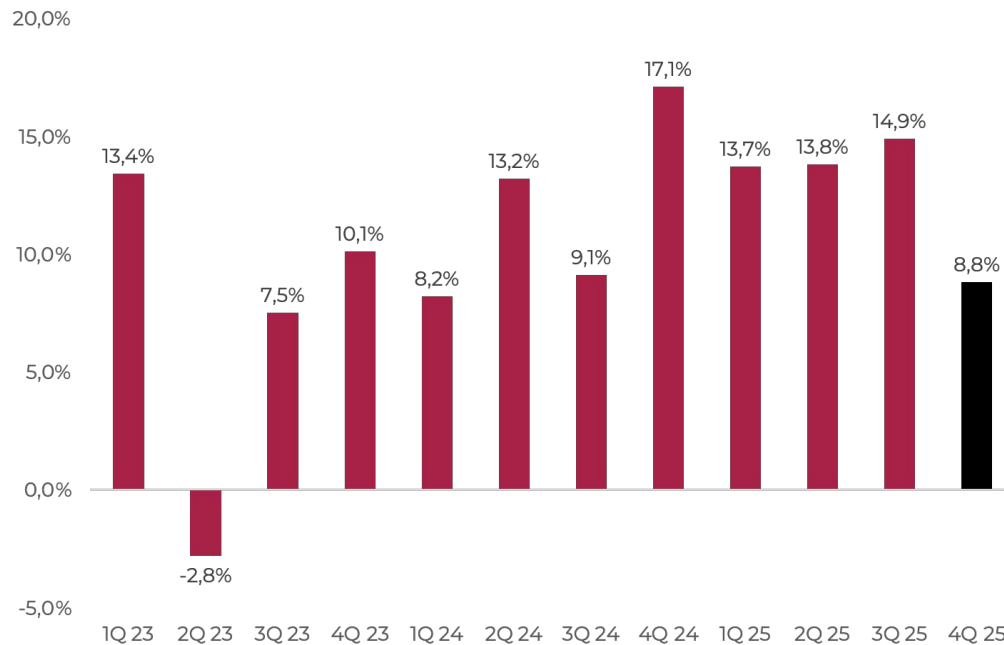
La fortaleza de EE. UU. ¿Punto de inflexión?

ETF MUNDO ACCIONES

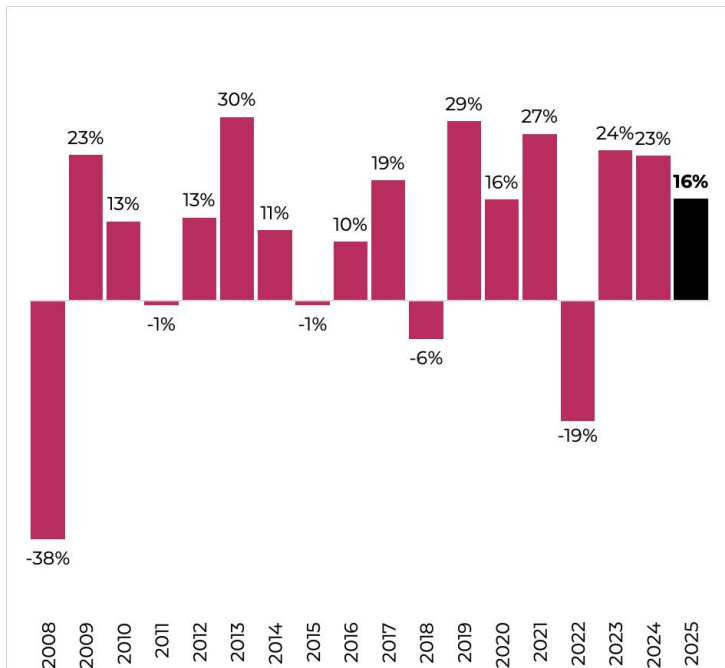


... con balances que superan las expectativas

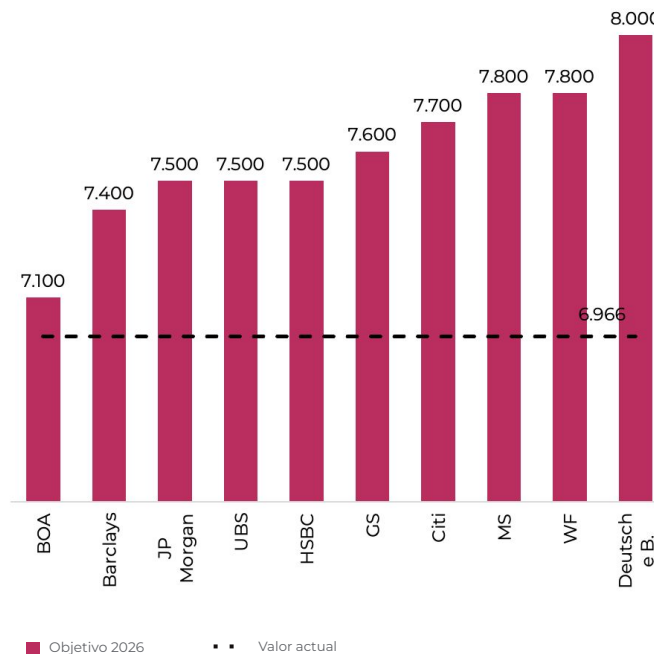
**GANANCIAS S&P 500
VAR I.A. EN USD CORRIENTES**



Mirando 2026

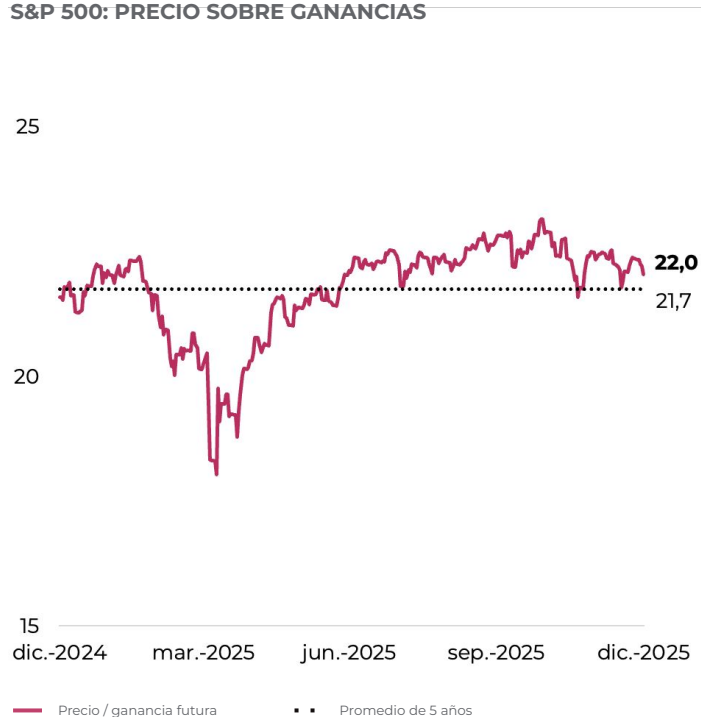


S&P 500: PRECIO OBJETIVO PARA 2026 VS. VALOR ACTUAL



Mirando 2026

S&P 500: PRECIO SOBRE GANANCIAS



S&P 500 VS. TREASURIES: TASA DE RENTABILIDAD



¿Qué espera el mercado para 2026?

Encuesta BBG ene26	2024	2025e	2026f	2027f
EE. UU.				
PBI	2,80	2,00	2,10	2,00
Inflación	3,00	2,80	2,80	2,50
Desocupación	4,00	4,30	4,50	4,30
Tasa Fed	4,50	3,75	3,25	3,21
Eurozona				
PBI	0,90	1,40	1,20	1,40
Inflación	2,40	2,10	1,80	2,00
Tasa BCE	3,00	2,00	1,98	2,05
Japón				
PBI	-0,20	1,20	0,80	0,90
Inflación	2,70	3,20	1,90	2,00
Tasa BoJ	0,25	0,75	1,03	1,19
China				
PBI	5,0	4,9	4,5	4,3
Inflación	0,2	0,1	0,7	1,0
Brasil				
PBI	3,4	2,3	1,7	1,9
Inflación	4,4	5,0	4,0	3,9
Tasa BCB	12,3	15,0	12,0	10,0

*Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 21 de enero de 2026.

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.