



Quarterly Outlook Q2 2026

por

Sergio González

CFA, Global Asset Management,
Cohen Aliados Financieros

Martín Polo

Estratega en Jefe de Cohen
Aliados Financieros

Índice

Mirada Macro _____	3
I Del shutdown a la guerra _____	3
II Escalada de conflicto en medio oriente ___	4
III Los costos de la guerra _____	4
IV Mercados golpeados _____	4
V Un contexto global más incierto, con riesgo de que empeore _____	5
Posicionamiento _____	7
Resumen ejecutivo _____	7
El 1Q26 de las carteras _____	8
Lecciones del conflicto en Medio Oriente ___	8
Perspectivas para los próximos 12 meses ____	10
Renta fija _____	11
Renta variable _____	11
Cambios de posicionamiento _____	12
Conclusión _____	13

Mirada Macro

I | DEL SHUTDOWN A LA GUERRA

En los últimos meses, la coyuntura económica en EE. UU. se deterioró. En primer lugar, la política económica de Trump siguió generando incertidumbre, ya no sólo por los aranceles a las importaciones y consecuente batalla judicial por su legalidad, sino que también se sumó la conflictividad en cuanto a la política fiscal. La falta de acuerdo en el Congreso para aumentar el financiamiento al Tesoro obligó a un cierre del gobierno Federal en octubre y noviembre, lo cual impactó en la actividad económica del 4Q25 con el PBI marcando un alza de apenas 0,5% t/t –el gasto e inversión pública le costó 1pp–, muy por debajo del 4,5% t/t que había marcado en el 3Q25. El freno del PBI coincidió con una fuerte desaceleración en el mercado laboral en el que la creación de empleo no agrícola cayó –se perdieron 39 mil puestos

de trabajo por mes– y la desocupación subió al 4,4% mientras que la inflación siguió mostrando una tendencia a la baja, cerrando el año en 2,7% i.a., aunque con cierta resiliencia a converger al objetivo de la Fed. Pese al menor crecimiento y enfriamiento del mercado laboral, la Fed pausó el recorte de tasas que había retomado en septiembre, priorizando la convergencia de la inflación al objetivo, lo que trajo un nuevo foco de conflicto entre Powell y Trump –llegó a denunciarlo y proponer despedirlo– poniendo en jaque la independencia de la política monetaria. En el comienzo de 2026, mejoró el mercado laboral con la creación neta de empleo de 68 mil por mes –el mejor desempeño desde el 4Q24– aunque la tasa de desocupación bajó a sólo el 4,3% y el consumo privado continuó débil. La mala nota la marcó la inflación dado que por el estallido de la guerra en Irán

y la escalada del precio del petróleo –ver más abajo– se aceleró al cierre del primer trimestre anotando un alza de 0,9% m/m y de 3,3% i.a. Así las cosas, el escenario macroeconómico para la principal economía del mundo migró de un *soft-landing* –con prácticamente pleno empleo, menor inflación acompañado por una política monetaria más flexible con al menos dos recortes de tasas– a un escenario más restrictivo, con riesgo de estanflación menor– expectativa de crecimiento, mercado laboral debilitado, inflación más alta y la Fed en pausa–.

II | ESCALADA DE CONFLICTO EN MEDIO ORIENTE

Desde el 27 de febrero, Medio Oriente entró en una nueva fase de escalada cuando EE. UU. e Israel lanzaron ataques coordinados sobre instalaciones militares, nucleares y de liderazgo en Irán, incluyendo objetivos estratégicos en Teherán e Isfahán. La ofensiva derivó en la muerte de altos mandos iraníes y del líder supremo Alí Jameneí, profundizando la crisis política interna iraní. Teherán respondió con misiles y drones contra Israel, bases estadounidenses y aliados árabes del Golfo, además de avanzar en el cierre del Estrecho de Ormuz, afectando el tránsito de cerca de un quinto del petróleo comercializado globalmente. El conflicto luego se extendió hacia Líbano, Siria y el Mar Rojo, con Hezbollah y los hutíes reactivando frentes paralelos, mientras persistieron intentos frágiles de alto el fuego impulsados por EE. UU. y actores regionales.

III | LOS COSTOS DE LA GUERRA

La Agencia Internacional de Energía (IEA) destacó que el mercado petrolero global atraviesa la mayor disrupción de la historia reciente (e incluso comparable con las crisis

de los años 70), originada en el conflicto en Medio Oriente y el bloqueo del Estrecho de Ormuz, que paralizó cerca del 20% del suministro mundial y provocó una caída abrupta de la oferta —de más de 10 millones de barriles diarios en marzo— junto con daños a infraestructura y restricciones logísticas que podrían tardar años en revertirse. Este contexto presionó sobre el precio del crudo y generó una fuerte divergencia entre precios spot y futuros, reflejando escasez física, mientras que la demanda global pasó de crecer a contraerse en 2026 (–80 mil b/d, con caídas mucho más fuertes en el corto plazo), evidenciando un proceso de “destrucción de demanda” por precios altos y menor actividad. Al mismo tiempo, los inventarios globales están cayendo rápidamente fuera del Golfo mientras se acumulan en origen por la imposibilidad de exportar, las refinerías reducen procesamiento y aparecen cuellos de botella en combustibles clave como jet fuel, con riesgos concretos de desabastecimiento en Europa y Asia. Frente a esto, la IEA coordinó liberaciones masivas de reservas estratégicas como respuesta de emergencia, aunque advierte que son paliativas, y subraya que el *shock* no solo es energético sino macroeconómico, con impacto en inflación, crecimiento y riesgo de recesión.

IV | MERCADOS GOLPEADOS

La escalada en Medio Oriente tuvo un impacto inmediato sobre los mercados globales, principalmente a través del canal energético y del aumento de la aversión al riesgo. El petróleo Brent y el WTI registraron fuertes subas ante el temor a interrupciones en el Estrecho de Ormuz —por donde transita cerca de un quinto del crudo mundial—, impulsando también al gas natural y elevando las expectativas de inflación global. Esto presionó al alza los

rendimientos de los bonos soberanos, al reducir las expectativas de recortes rápidos de tasas por parte de la Fed al tiempo que el dólar se apreció contra las principales monedas, mientras que las bolsas globales mostraron mayor volatilidad, con caídas más marcadas en Europa y en sectores intensivos en energía como aerolíneas, transporte e industria. Los mercados emergentes también sintieron el impacto vía fortalecimiento del dólar, mayor costo financiero y presión sobre importadores netos de energía, aunque exportadores de *commodities* como Brasil y algunos países del Golfo encontraron cierto sostén en la mejora de los términos de intercambio. Con la tregua, sumado a un comienzo auspicioso de temporada de balance del 1Q26, los mercados encontraron cierta estabilización y las acciones recuperaron lo perdido y volvieron a cotizar en niveles máximos empujados principalmente por las tecnológicas mientras que la renta fija tuvo cierta mejora, aunque los rendimientos siguen por encima del nivel previo a la guerra.

i.a.; y iii. uno severo con precios por encima de USD 110–125 que llevaría el crecimiento del PBI global a sólo 2,0% i.a. –con mayor riesgo de recesión global– y la inflación podría rozar el 6,0% i.a.. Advierte que el mundo ya se está desplazando hacia escenarios más negativos, con impactos heterogéneos entre países: las economías avanzadas desaceleran (EE. UU. 2,3% i.a., eurozona 1,1% i.a.), China modera su crecimiento (4,4% i.a.), India se mantiene fuerte, y los países emergentes importadores de energía son los más afectados, mientras que algunos exportadores de *commodities* amortiguan el *shock*.

V | UN CONTEXTO GLOBAL MÁS INCIERTO, CON RIESGO DE QUE EMPEORE

El último WEO del FMI mostró que la economía global pasó de un escenario relativamente resiliente a uno más frágil por el *shock* energético y geopolítico en Medio Oriente, recortando las perspectivas de crecimiento y elevando los riesgos a la baja debido a la escalada del precio del petróleo y la incertidumbre. Concretamente, el crecimiento mundial para 2026 se proyecta en 3,1% i.a. –vs 3,4% i.a. de 2025– y la inflación en 4,4% i.a. –vs 4,1% i.a. del año pasado–. El informe plantea tres escenarios: i. escenario base con conflicto transitorio; ii. uno adverso con petróleo cerca de USD 100 lo que reduciría el crecimiento al 2,5% i.a. y la inflación se aceleraría al 5,4%

	2024	2025	2026	WEO Abr26	2027
Mundo					
PBI	3,4	3,4	3,0	3,1	3,1
Inflación	5,8	4,1	3,6	4,1	3,3
EE. UU.					
PBI	2,8	2,1	2,3	2,3	2,0
Inflación	3,0	2,7	3,1	3,2	2,5
Desocupación	4,0	4,3	4,5	4,4	4,3
Tasa Fed	4,50	3,75	3,37		3,25
Eurozona					
PBI	0,9	1,4	1,1	1,1	1,4
Inflación	2,4	2,1	2,2	2,6	2,0
Tasa BCE	3,0	2,0	2,0		2,1
Japón					
PBI	-0,2	1,2	0,8	0,7	0,9
Inflación	2,7	3,2	2,0	2,2	2,0
Tasa BoJ	0,25	0,75	1,11		1,33
China					
PBI	5,0	5,0	4,6	4,4	4,4
Inflación	0,2	0,1	0,9	1,2	1,0
Brasil					
PBI	3,4	2,3	1,8	1,9	1,8
Inflación	4,4	5,0	4,0	4,0	3,9
Tasa BCB	12,3	15,0	12,3		10,5

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Posicionamiento

Resumen Ejecutivo

El primer trimestre de 2026 transcurrió en dos velocidades. Enero y febrero acompañaron con un sendero firme de apreciación en activos de riesgo y compresión de *spreads*, mientras que marzo introdujo una corrección abrupta a partir de la escalada del conflicto en Medio Oriente y el *shock* energético asociado. La cartera moderada cerró el trimestre ligeramente por debajo de su *benchmark*, con un rendimiento marginalmente afectado por la sobreponderación en Europa, Japón y mercados emergentes, que cayeron más que Estados Unidos durante el episodio de tensión, y por la corrección del oro, que devolvió en marzo prácticamente la totalidad de la apreciación acumulada en los dos meses previos.

El conflicto dejó tres lecciones que reordenan nuestro marco de referencia para los próximos trimestres. Primero, la renta variable estadounidense se comportó como activo defensivo relativo, aun con valuaciones exigentes. Segundo, los *Treasuries* de 10 años no funcionaron como destino del *flight to quality* tradicional: las tasas largas se acomodaron en un escalón superior, entre 4,25% y 4,30%, y abrieron puntos de entrada más atractivos en renta fija. Tercero, el oro se comportó como activo procíclico antes que como refugio, en parte por desarmes técnicos de bancos centrales que vendieron posiciones para defender sus monedas. A partir de este diagnóstico aprovechamos la corrección de marzo para incrementar la exposición a renta variable, extender duración hacia los 4,5 años y rotar parte de la posición en hipotecas, que actuó como refugio de valor durante el episodio, hacia bonos de grado de inversión y soberanos.

El 1Q26 de las carteras

La cartera moderada testigo, que utilizamos como referencia por concentrar el perfil más representativo del modelo, tuvo en enero y febrero un rendimiento robusto, en línea con el *rally* de los activos globales. La corrección de marzo, motivada por el conflicto en Medio Oriente y la transmisión a precios del *shock* energético, llevó a las carteras a niveles cercanos a -2% antes de recuperar terreno hacia el cierre del trimestre. El resultado consolidado quedó por debajo del *benchmark* por dos factores: la sobreponderación fuera de Estados Unidos, en una caída donde Europa, Japón y emergentes profundizaron la corrección por encima del S&P 500, y la posición en oro, que devolvió en pocas semanas la apreciación acumulada en los dos meses previos.

En el horizonte de doce meses, la lectura es distinta. El portafolio venía marcando rendimiento superior al *benchmark* hasta marzo, sostenido en la posición en oro y en la apuesta por activos fuera de Estados Unidos. Mantenemos la convicción de que el excepcionalismo norteamericano se encuentra en pausa, no necesariamente revertido, y que el resto del mundo está traccionando con dinámicas propias: Europa con políticas más expansivas y mayor inversión en defensa, Japón con sus reformas estructurales, y el sudeste asiático ganando protagonismo. La caída de marzo no modificó esa tesis estructural; sí ajustó nuestra evaluación sobre la volatilidad incremental que estos mercados pueden mostrar en episodios de tensión global.

Lecciones del conflicto en Medio Oriente

Acciones

El S&P 500, sobre el que mantenemos una visión cautelosa por valuaciones exigentes, fue paradójicamente el índice que mejor resistió la corrección. La caída pico-valle se ubicó en torno al 9% y al cierre del trimestre el índice ya cotizaba un 2% por encima de los niveles previos al conflicto. Mercados emergentes, Europa y Japón, que habían arrancado el año con fuerza, amplificaron la caída y volvieron a confirmar que, ante *shocks* globales, los flujos primero buscan refugio en activos estadounidenses antes de redistribuirse.

La tesis estratégica de un mundo de oportunidades fuera de Estados Unidos sigue intacta; lo que ajustamos es la expectativa de mayor volatilidad relativa.

Tasas

El comportamiento de los *Treasuries* fue el dato más relevante del trimestre desde el punto de vista del posicionamiento. La tasa de 10 años había arrancado el año cerca del 4%, llegó a comprimirse algunos puntos básicos en enero y febrero, y luego escaló hasta 4,30% durante el conflicto. La curva no funcionó como destino del *flight to quality*. Una hipótesis técnica, que nos parece la más razonable, sostiene que países tenedores de deuda norteamericana vendieron posiciones para hacerse de liquidez y defender sus propias monedas, o como sustitución por otros instrumentos. Cualquiera sea la razón, el resultado relevante es que los *Treasuries* quedaron en un escalón de tasas más alto y, con ello, ofrecen un punto de entrada más atractivo para construir *carry* en renta fija. Es la dinámica que James Carville describió en 1993: el mercado de bonos como termómetro y disciplinador, capaz de moderar la agenda fiscal y comercial cuando los rendimientos se vuelven incompatibles con los costos de financiamiento y presionan al presupuesto norteamericano.

Commodities

El oro replicó el patrón típico de un activo de riesgo procíclico: subió 25% desde inicio de año hasta el pico de febrero y devolvió la totalidad de esa apreciación durante el conflicto. La explicación de tasas reales más altas no alcanza, la relación entre tasas reales y oro está rota desde hace varios años; la lectura de flujos es más consistente: el oro fue la primera posición que muchos portafolios y bancos centrales desarmaron para hacerse de liquidez y defender sus monedas. La perspectiva positiva se mantiene y por eso conservamos la posición, pero el inversor que decida tener oro deberá convivir con una volatilidad significativamente mayor que la histórica.

El petróleo recorrió el camino opuesto. El WTI llegó a duplicarse desde inicio de año, alcanzando los USD 113, y al cierre del trimestre se estabilizó en torno a USD 91, un escalón claramente superior al equilibrio previo. La producción global cayó cerca de 7,5 millones de barriles diarios, equivalente

al 35% de la oferta del Golfo Pérsico, con Iraq retrocediendo 60% y Arabia Saudita 20%. El nuevo equilibrio no replicará la geografía previa: Estados Unidos y Brasil están actuando como techo imaginario al precio, y se sumarán Canadá, Noruega, Guyana y, en un segundo escalafón, Argentina. La cadena de valor energética se mueve hacia un esquema *just-in-case*, volúmenes más caros pero con menor exposición a riesgo bélico, y esa transición tomará tiempo. En consecuencia, trabajamos con un precio del crudo más alto que el de los últimos doce meses como supuesto base para los próximos trimestres.

Perspectivas para los próximos 12 meses

El consenso de los grandes bancos proyecta una tasa de 10 años del 4,25% en doce meses, una compresión marginal respecto al nivel actual. Sobre esa base construimos los rendimientos esperados por clase de activo. La inflación esperada se ubica en torno al 3%, lo que favorece el devengamiento real en posiciones indexadas y descomprime la curva nominal sólo de manera limitada. La economía estadounidense crecería al 2,2% según consenso, en línea con 2025, con una desocupación todavía baja y una Reserva Federal con margen acotado para recortes, escenario que probablemente se ajuste hacia menor crecimiento e inflación más persistente conforme se incorporen los datos de los próximos meses.

CLASE DE ACTIVO	RENDIMIENTO ACTUAL	TOTAL RETURN ESPERADO 12M	DRIVER PRINCIPAL
Treasuries 10y (UST)	4,27%	4,4%	Compresión leve hacia 4,25%
TIPS Short Term	1,88% real	4,7%	Carry real + inflación esperada 3%
Investment Grade	5,27% (YTW)	2,5%- 8,0%	Duración 7,9; OAS en 86 pb
High Yield	7,17% (YTW)	4,9%- 9,4%	Duración 3,0; OAS en 289 pb
Mortgage- Backed Securities	4,75% (YTW)	2,2%- 6,0%	Duración 5,0; OAS en 25 pb
Emerging Markets Sovereign	6,39% (YTW)	4,7%-9,7%	Duración 6,7; OAS en 240 pb

Renta fija

En *Treasuries*, el nivel actual ofrece un punto de entrada más cómodo que el de los últimos doce meses, aunque mantenemos cautela en *duration*. Identificamos un techo razonable de tasa en torno a 4,50% como nivel agresivo de compra: si el rendimiento se acerca a esa zona, incrementaríamos exposición soberana con mayor *duration*. En TIPS de corto plazo, la tasa real cercana a 1,9% sumada a una inflación esperada del 3% genera un *total return* esperado en torno a 4,7%, ligeramente superior al nominal y con menor riesgo de *duration*. La mantenemos como posición central.

En *Investment Grade*, el rendimiento del 5,3% con *duration* de 7,9 ofrece convexidad atractiva: el escenario base apunta a un retorno cercano al 5%, con espacio para 8% en caso de compresión de tasas y spreads, y resistencia hasta -2% solo en escenarios adversos significativos. En *High Yield*, la clase de activos que más nos convence en términos de relación riesgo-retorno, el rendimiento actual del 7,2% con *duration* corta de 3,0 ofrece un colchón importante: los *spreads* tendrían que ampliarse más de 250 puntos básicos para llevar el retorno a terreno negativo, escenario crediticio que no estamos viendo.

Las hipotecas (MBS), que durante marzo funcionaron como refugio de valor y fueron una de las dos clases que aportaron retorno positivo, ofrecen hoy un *total return* esperado más magro para la *duration* que cargan; usamos esta clase como fuente de fondeo para reasignar a IG y soberanos. Emergentes en moneda dura combinan un YTW del 6,4% con la tesis de flujos rotando hacia mercados con descuento; trabajamos un retorno esperado cercano al 10% en escenarios de compresión.

Renta variable

Las valuaciones siguen siendo exigentes, especialmente en Estados Unidos, donde el P/E forward del S&P 500 cotiza en 24,3 veces, máximo de los últimos 25 años y por encima de los promedios a 3, 5 y 10 años. El *spread* entre el *earnings yield* del índice y la tasa de 10 años se ubica hoy en -16 puntos básicos, contra un promedio histórico de 183 puntos básicos: por

primera vez en décadas, la renta fija ofrece una prima superior a la renta variable en términos esperados. Aun así, los flujos siguen privilegiando *equity* y nuestro escenario base proyecta un rango de retorno entre -2% y +11% en los próximos doce meses, con un *bear case* que llevaría al índice a una caída cercana al 30% solo si el *spread* normaliza al promedio histórico, escenario al que no asignamos probabilidad alta hoy.

Mantenemos exposición estructural a Estados Unidos, pero sostenemos las posiciones en Europa (P/E forward 14,9 vs. promedios históricos similares), Japón (16,5 vs. promedios entre 14,8 y 15,9) y emergentes (11,3 vs. promedios entre 11,3 y 12,8), donde el descuento relativo y los catalizadores estructurales siguen ofreciendo asimetría favorable.

Cambios de posicionamiento

La corrección de marzo ofreció la oportunidad de reducir conservadurismo en las carteras y avanzar hacia una postura más activa, manteniendo el marco general de asignación pero ajustando duración, distribución dentro de renta fija y peso total en renta variable.

CLASE DE ACTIVO	POSICIONAMIENTO 4Q25	POSICIONAMIENTO 1Q26	VARIACIÓN
Renta Fija total	Sobreponderado	Neutral / Sobrep. moderado	Reducción
Renta Variable total	Subponderado	Neutral	Incremento
Duración renta fija	3,5 - 4,0 años	~4,5 años	Extensión
Treasuries (UST)	Subponderado	Neutral	Incremento
TIPS Short Term	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios
Investment Grade	Neutral	Sobrep. moderado	Incremento
High Yield	Neutral	Neutral	Sin cambios
Mortgage-Backed Securities	Sobreponderado	Neutral	Reducción
Emergentes (deuda)	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios
Equity Estados Unidos	Neutral	Neutral / Sobrep. moderado	Incremento
Equity Europa	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios
Equity Japón	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios
Equity Emergentes	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios
Metales Preciosos (Oro)	Sobreponderado	Sobreponderado	Sin cambios

La reducción en hipotecas se explica por su comportamiento defensivo durante marzo, fueron, junto con TIPS de corto plazo, las únicas clases que aportaron retorno positivo en el peor mes del trimestre, y por el rendimiento esperado relativamente menos atractivo a doce meses dada la *duration* que cargan. El producido de esa rotación se reasignó hacia *Investment Grade* y, en menor medida, a *Treasuries* soberanos para extender duración del 3,5–4,0 actual a 4,5 años. En renta variable, el incremento agregado se distribuyó proporcionalmente entre las regiones que ya manteníamos sobreponderadas, sin alterar el sesgo geográfico estructural del portafolio.

Conclusión

El 1Q26 dejó tres mensajes que organizan la lectura de los próximos trimestres. El conflicto en Medio Oriente reconfiguró los precios relativos pero no alteró el escenario base: trabajamos con un crecimiento global más débil, una inflación más persistente por la nueva geografía energética y una Reserva Federal con menor margen para recortes que hace seis meses. Los *Treasuries* quedaron en un escalón superior y abrieron oportunidad para construir *carry* y extender duración con prudencia. La renta variable mantiene valuaciones exigentes en Estados Unidos pero los flujos no muestran señales de rotación, y por eso conservamos la exposición estructural mientras mantenemos sobreponderación selectiva en Europa, Japón y emergentes, donde el descuento relativo sigue ofreciendo asimetría. La corrección de marzo permitió reducir el sesgo conservador con el que arrancamos el año. La cartera modelo opera hoy con renta variable más cerca del peso del *benchmark*, *duration* extendida hacia 4,5 años, mayor peso en *Investment Grade* y soberanos, y una posición en oro que mantenemos como diversificador a pesar de la mayor volatilidad mostrada en el trimestre. La disciplina de gestión y la calibración fina de riesgos siguen siendo el principal determinante de resultados en un contexto donde los manuales tradicionales, *flight to quality* en *Treasuries*, oro como refugio, curva invertida como predictor, continúan exigiendo revisión. Como siempre, sugerimos que cada inversor evalúe junto a su asesor financiero la mejor manera de implementar estas ideas según su perfil y objetivos.



Cohen Aliados Financieros

-

WORKING OCAMPO

Ortiz de Ocampo 3302, módulo 4, piso 2,

Buenos Aires - C1425 - Argentina

-

Tel: (+54 11) 5218-1100

info@cohen.com.ar

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por los Departamentos de Estrategia y Asset Allocation 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.