

OUTLOOK DE MERCADOS 2026, 2027—El Final Del “*Great Moderation*”?

Alberto Bernal, XP Investments, Institutional Desk Analysis



Lo Que Dijimos Hace Un Año....

- (1) Nuestros modelos están mostrando que la Economía de EEUU va a crecer 1.3% en el 2026. La posibilidad de que la economía de EEUU entre en recesión NO es trivial. Ahora, si efectivamente se nos viene una recesión, la misma debería ser leve. La carestía y los bajos niveles de ahorro explican a proyección tan parca de crecimiento.
- (2) La inflación de EEUU debería seguir bajando en forma relevante gracias a la desinflación que deberíamos ver de acá en adelante en el componente de arriendos. La inflación “Core PCE” debería estar por debajo del 2% y/y en Q326.
- (3) El USD debería seguir perdiendo valor de acá en adelante, ya que la tasa de cambio real continua estando MUY por encima de su nivel actual de equilibrio.

Lo Que Pasó....

- (1) Nuestros modelos están mostrando ahora que la Economía de EEUU va a crecer un 1.6% año/año en el 2026, A PESAR DE LA GUERRA en el medio oriente. La revolución de la inteligencia artificial está sosteniendo el crecimiento económico de EEUU.....

US GDP FUNDAMENTALS, Y/Y RATE OF CHANGE, XPI FORECASTS IN RED										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
IMPORTS	4.71%	4.04%	1.18%	-8.82%	14.57%	8.47%	-0.86%	5.77%	2.73%	4.07%
EXPORTS	4.12%	2.85%	0.53%	-12.62%	6.46%	7.61%	2.79%	3.64%	1.59%	4.69%
GOVERNMENT	0.55%	2.00%	3.91%	3.40%	-0.11%	-1.24%	3.48%	3.81%	1.13%	0.80%
CONSUMPTION	2.64%	2.74%	2.15%	-2.52%	8.79%	3.00%	2.57%	2.95%	2.62%	1.95%
INVESTMENT	4.44%	5.78%	3.16%	-4.37%	9.00%	6.10%	0.83%	3.01%	1.93%	2.64%
AGGREGATE GDP	2.46%	2.97%	2.58%	-2.08%	6.15%	2.52%	2.93%	2.79%	2.11%	1.59%
CORE PCE Y/Y	1.72%	2.06%	1.64%	1.48%	4.89%	4.97%	3.11%	2.99%	2.97%	2.40%
FED FUNDS RATE	1.50%	2.50%	1.75%	0.25%	0.25%	4.50%	5.50%	4.50%	3.75%	3.50%

Lo Que Pasó....

- (1) La Inteligencia Artificial se esta convirtiendo cada vez más en el principal impulso económico de la economía de EEUU...

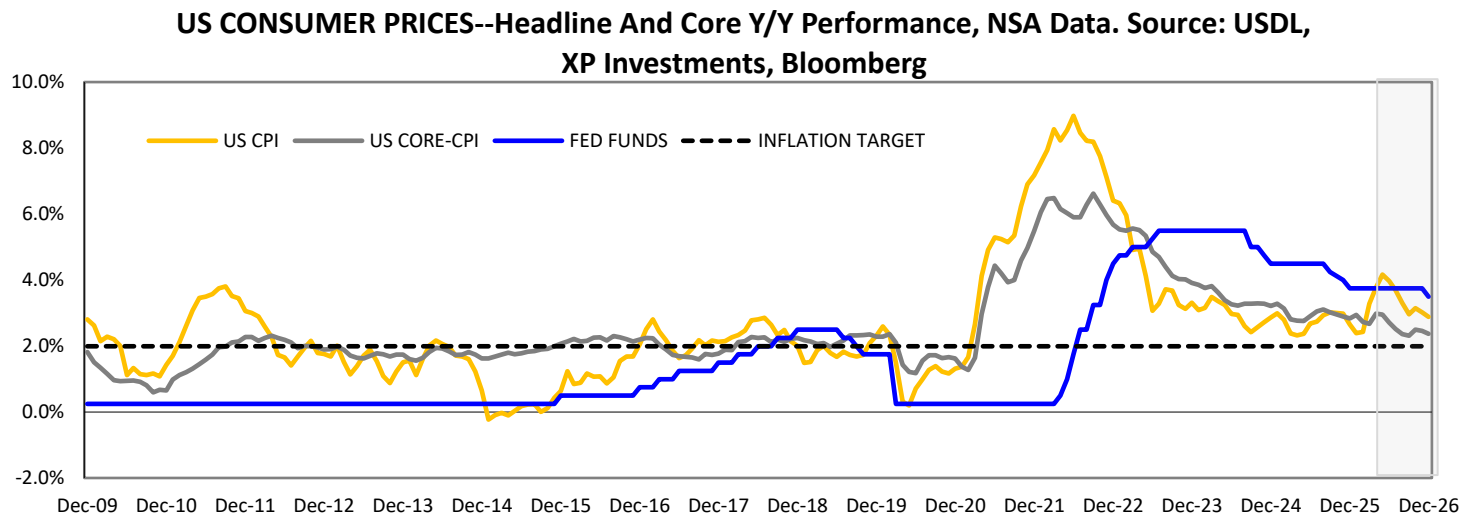
US Growth Decomposition — Q1 2026

Headline GDP (QoQ saar): ~1.6% (2.0% advance estimate) bea

Component	Contribution to GDP Growth (pp)	% of Total Growth	Key Driver
Personal Consumption (PCE)	+0.95	~59%	Services-led spending resilience <small>advisorperspectiv</small>
Private Investment (total)	+1.19	~74%	Equipment + IP (AI-heavy capex) <small>advisorperspectives</small>
— of which AI-related investment	~+1.09	~68% of total GDP growth	Software + computing equipment (AI buildou) <small>betafinch +1</small>
Government Spending	+0.73	~46%	Post-shutdown rebour <small>advisorperspectives</small>
Net Exports	-1.25	-78%	Import surge drag <small>advisorperspectives</small>
Total GDP Growth	1.6%	100%	—

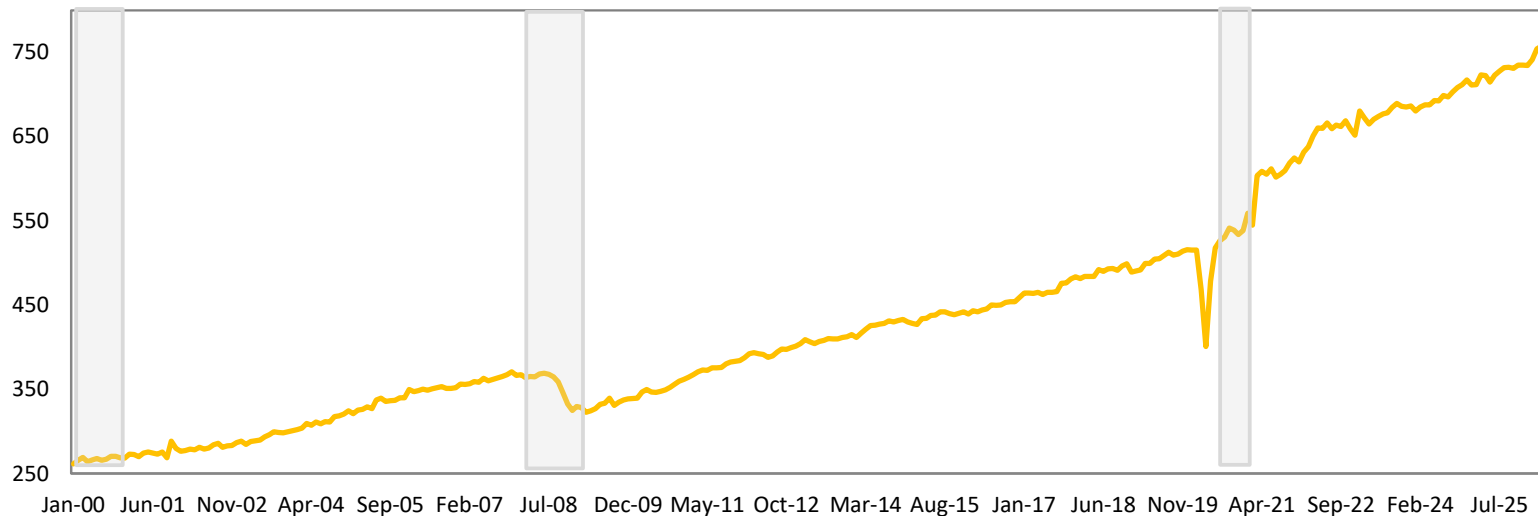
Lo Que Pasó....

- (1) El conflicto en Medio Oriente ha generado un salto relevante en la inflación “*headline*” y subyacente, y abortó la mejora tan clara que se venía observando desde el final de la pandemia. A pesar de las malas noticias recientes, la inflación de EEUU debería seguir bajando en forma relevante gracias a la desinflación que deberíamos ver en el componente de arriendos de acá en adelante. La inflación “*Core PCE*” debería bajar a +/- 2.4% y/y en Q426...



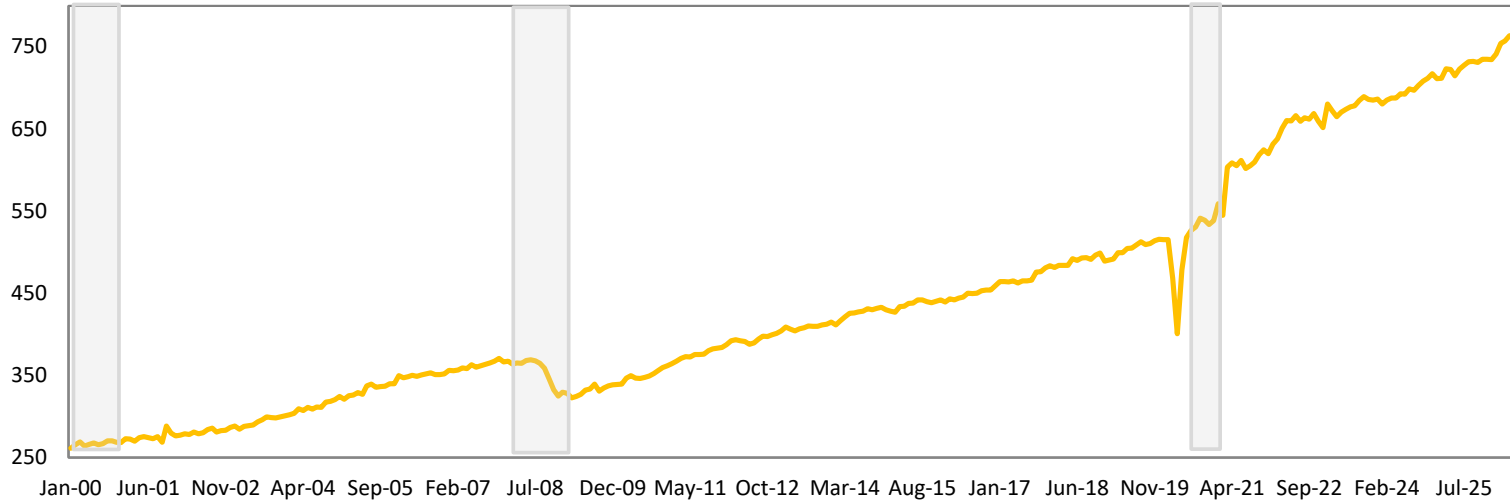
Lo Que Dijimos Hace Un Año: La Resiliencia De La Economía De EEUU Nos Ha Impresionado Mucho. Pero Creemos Que Poco A Poco La Evidencia Está Mostrando Claros Signos De Desaceleración...

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Headline Retail Sales Index, Recessions Inside Square. Source: Bloomberg, XP Investments



Lo Que Pasó: La Resiliencia De La Economía De EEUU Se Ha Mantenido, Aunque La Pendiente Del Crecimiento Del Consumo Continua Ajustándose, Después Del Comportamiento Atípico Que Se Vio Ex-Post Pandemia....

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Headline Retail Sales Index, Recessions Inside Square. Source: Bloomberg, XP Investments



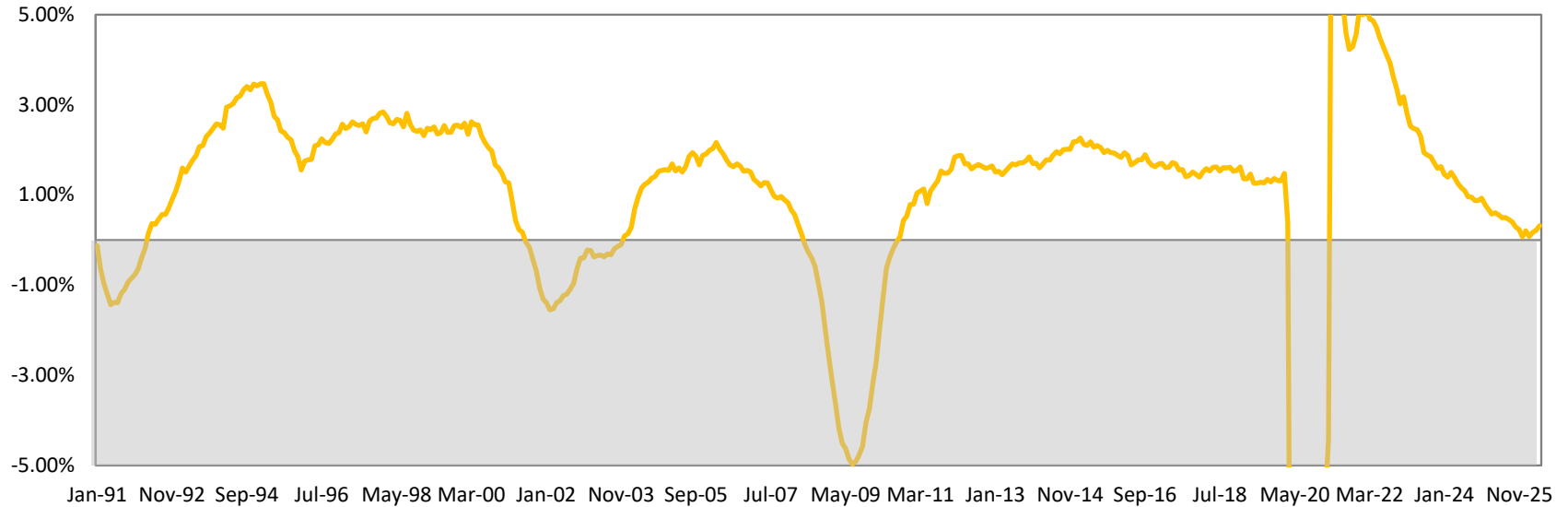
La Resiliencia De La Economía De EEUU, A Pesar Del Bajísimo Nivel De Ahorros, Es Una De Las Cosas Que Mas Han Impresionado De Este Ciclo Económico; Y Muy Seguramente Implica Un Cambio Estructural En El Pensamiento Del Consumidor, Basado En Los Efectos De La Pandemia Y El Envejecimiento Poblacional...

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Personal Savings Rate (As A Percentage Of Disposable Income), And 24-Month MA. Source: Bloomberg, BEA, XP Investments



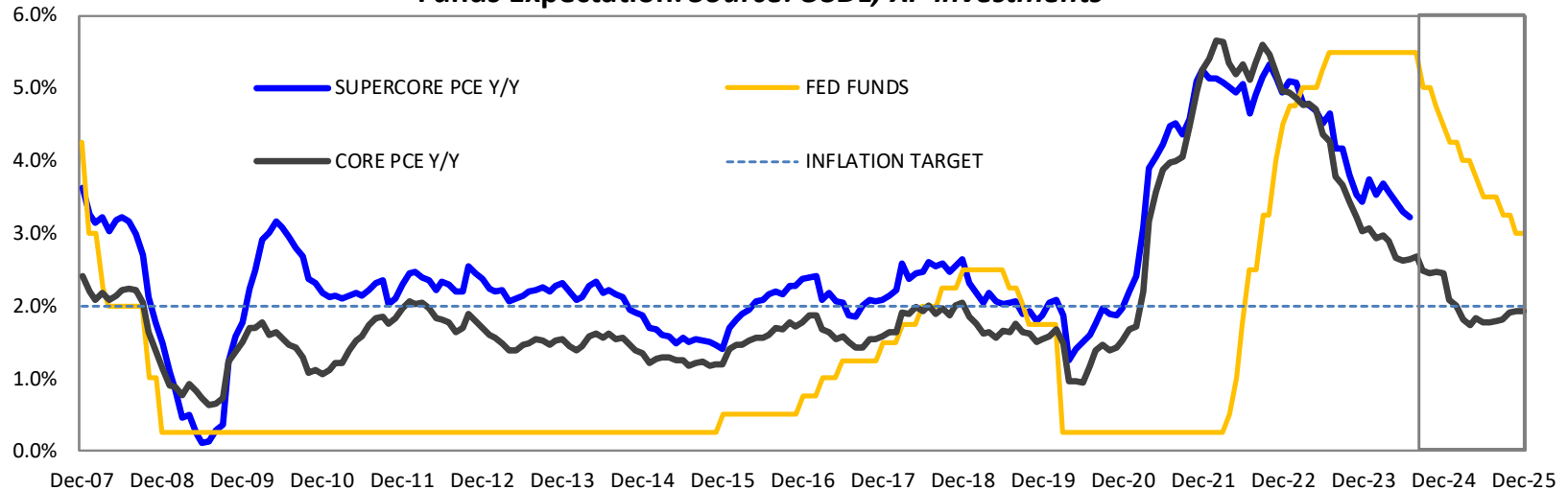
Lo Que Pasó: La Velocidad De Generación De Nuevo Empleo Ha Cedido En Forma Relevante....La Evidencia Está Mostrando Que Estamos Viviendo En Un “No Hiring, No Firing” Mercado Del Empleo...Pero Los Riesgos Siguen Siendo Hacia La Baja, En Mi Opinión...

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Net Job Creation, Y/Y Change. Source: Bloomberg, XP Investments



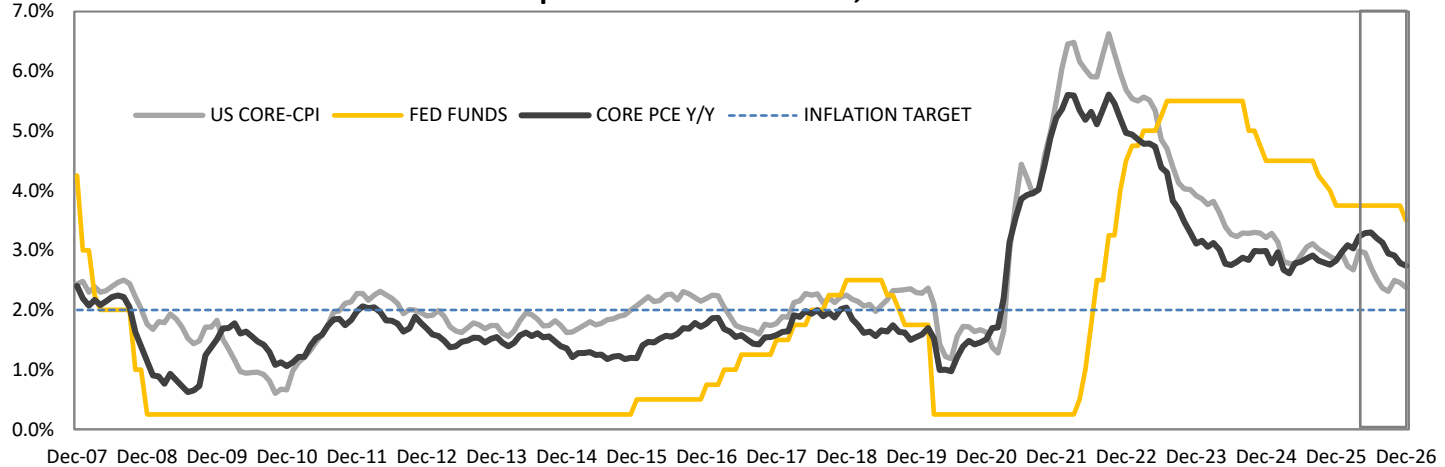
Lo Que Dijimos Hace Un Año: La Inflación Ha Bajado Y Seguirá Bajando Desde El Pico Post-Pandemia, Y Nuestros Modelos Están Mostrando Que La Inflación Subyacente Debería Caer Por Debajo Del 2% Y/Y Durante La Primera Parte Del 2025. La Fed Va A Poder Disminuir Tasas De Interés En Una Forma Relevante....

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Core PCE, and Supercore PCE Y/Y Performance, Fed Funds Expectation. Source: USDL, XP Investments



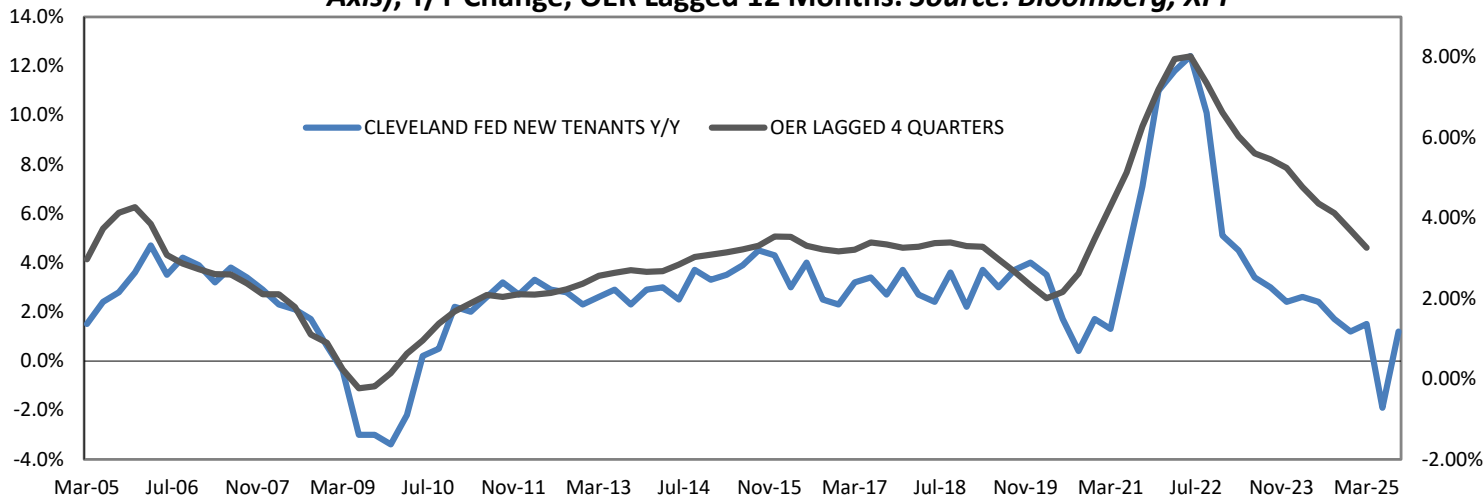
Lo Que Pasó: La Inflación Ha Demostrado Ser Mucho Más “Sticky” Comparado Con Lo Que Esperabamos, Sobre Todo El Rubro De Servicios Ex Arrendamiento. Además, El Conflicto En El Medio Oriente Abortó El Proceso De Desinflación. Pero La Apuesta NO CAMBIA: La Inflación De EEUU Seguirá Disminuyendo En Forma Relevante De Acá En Adelante. Lo Que SI Cambió Es Las Expectativas Sobre El Futuro De La Política Monetaria Global...

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Core CPI, and Core PCE Y/Y Performance, NSA Data, Fed Funds Expectation. *Source: USDL, XP Investments*

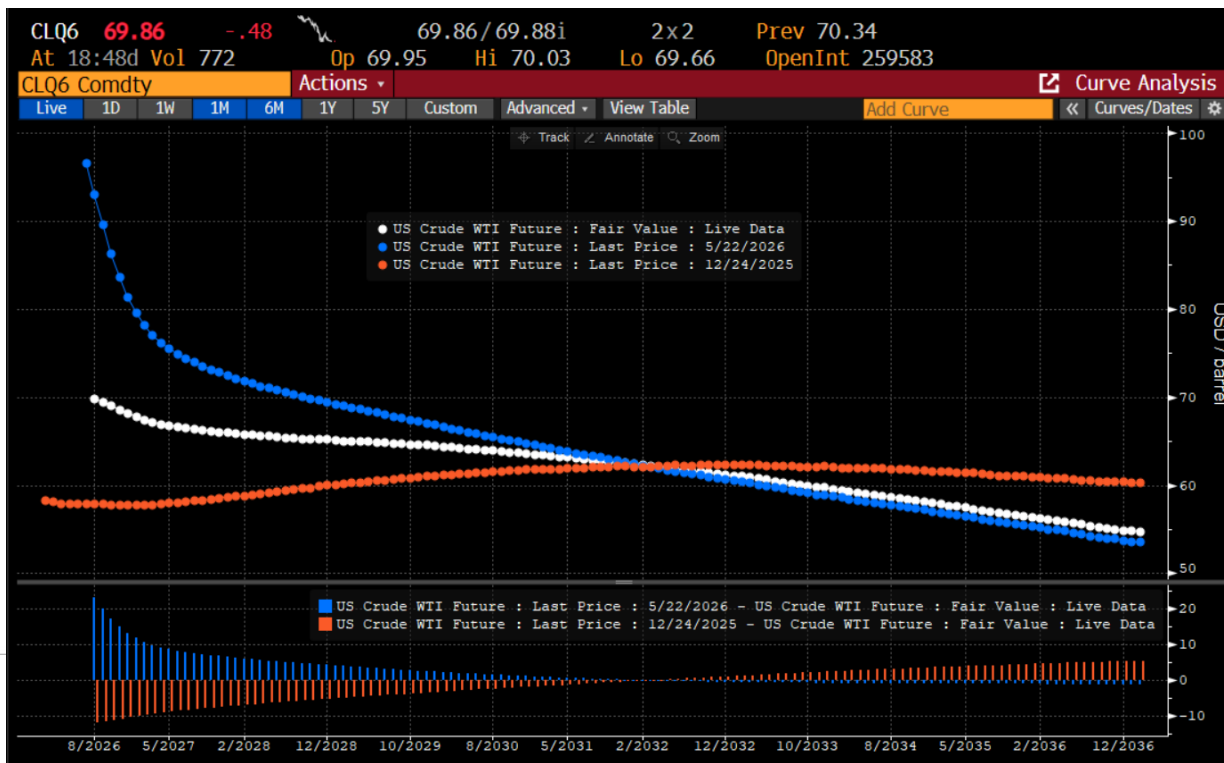


Lo Que Pasó: La Inflación Ha Demostrado Ser Mucho Más “Sticky” Comparado Con Lo Que Esperabamos, Sobre Todo El Rubro De Servicios Ex Arrendamiento. Además, El Conflicto En El Medio Oriente Abortó El Proceso De Desinflación. Pero La Apuesta NO CAMBIA: La Inflación De EEUU Seguirá Disminuyendo En Forma Relevante De Acá En Adelante, En Gran Parte Gracias A La Caida En El Costo De Los Arrendamientos....

US CPI FUNDAMENTALS--Cleveland Fed New Rent Index (Left Axis) Versus OER (Right Axis), Y/Y Change, OER Lagged 12 Months. Source: Bloomberg, XPI

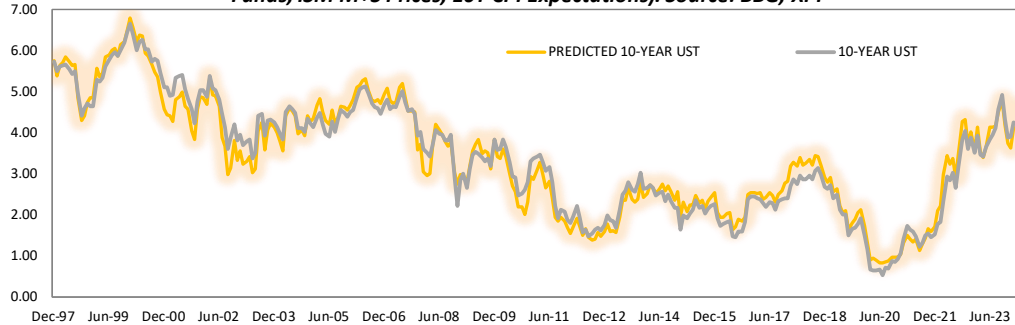


Lo Que Pasó: La Inflación Ha Demostrado Ser Mucho Más “Sticky” Comparado Con Lo Que Esperabamos, Sobre Todo El Rubro De Servicios Ex Arrendamiento. Además, El Conflicto En El Medio Oriente Abortó El Proceso De Desinflación. Pero La Apuesta NO CAMBIA: La Inflación De EEUU Seguirá Disminuyendo En Forma Relevante De Acá En Adelante, En Gran Parte Gracias A La Caida En El Costo De Los Arrendamientos Y El Final Del Conflicto En El Golfo Pérsico....

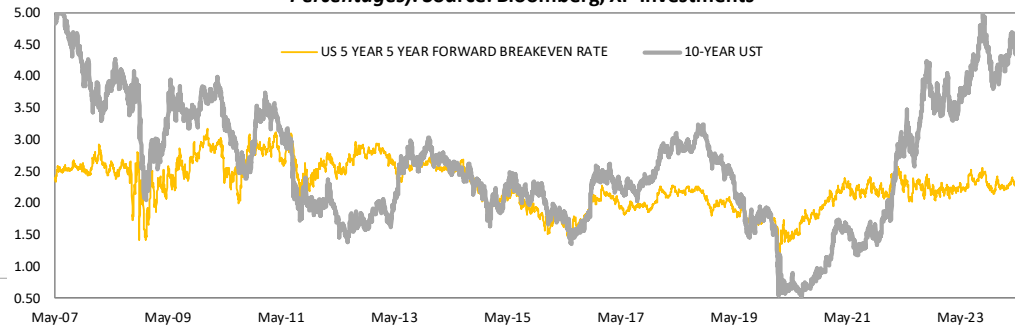


Lo Que Dijimos Hace Un Año: Los Fundamentales De La Economía Global Hoy En Día Son 100% Consistentes Con Un Comportamiento Muy Positivo De Los Activos De Renta Fija....El Bono Del Gobierno De EEUU Va A Estar En 3.25% Para Finales Del 2026....

US ECONOMY FUNDAMENTALS--Modeled 10-Year Vs. Actual 10-Year UST (Fx Of DXY, Fed Funds, ISM M+S Prices, 10Y CPI Expectations). Source: BBG, XPI

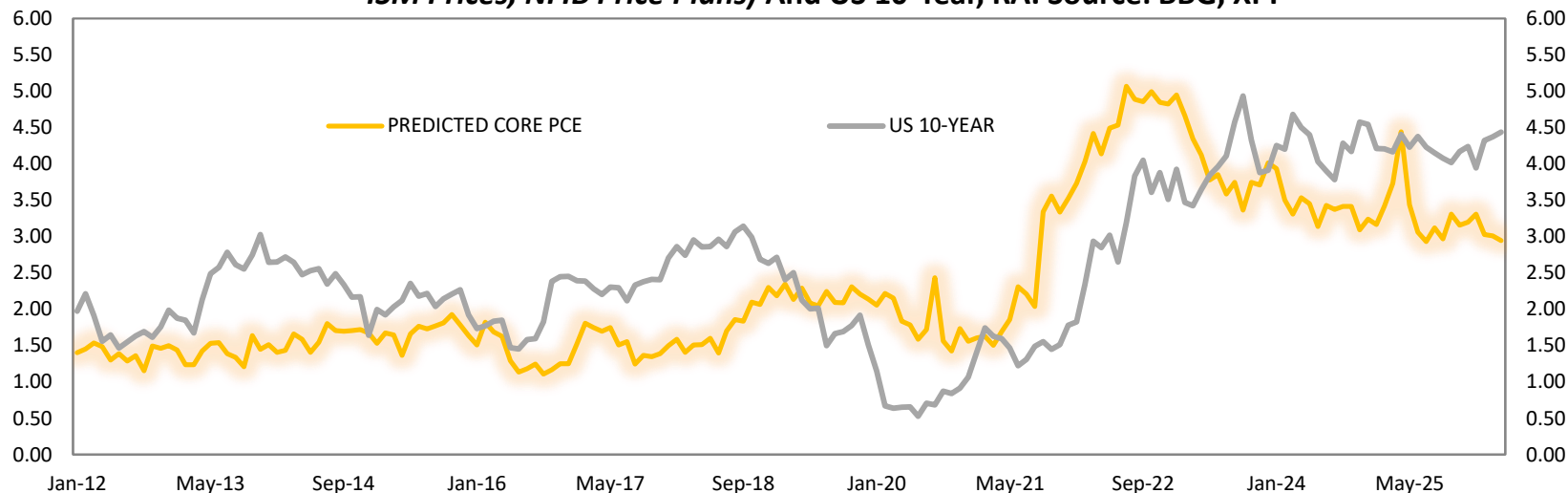


US ECONOMY--5-Year 5-Year Forward Break-Even Rate And US 10-Year UST (In Percentages). Source: Bloomberg, XP Investments



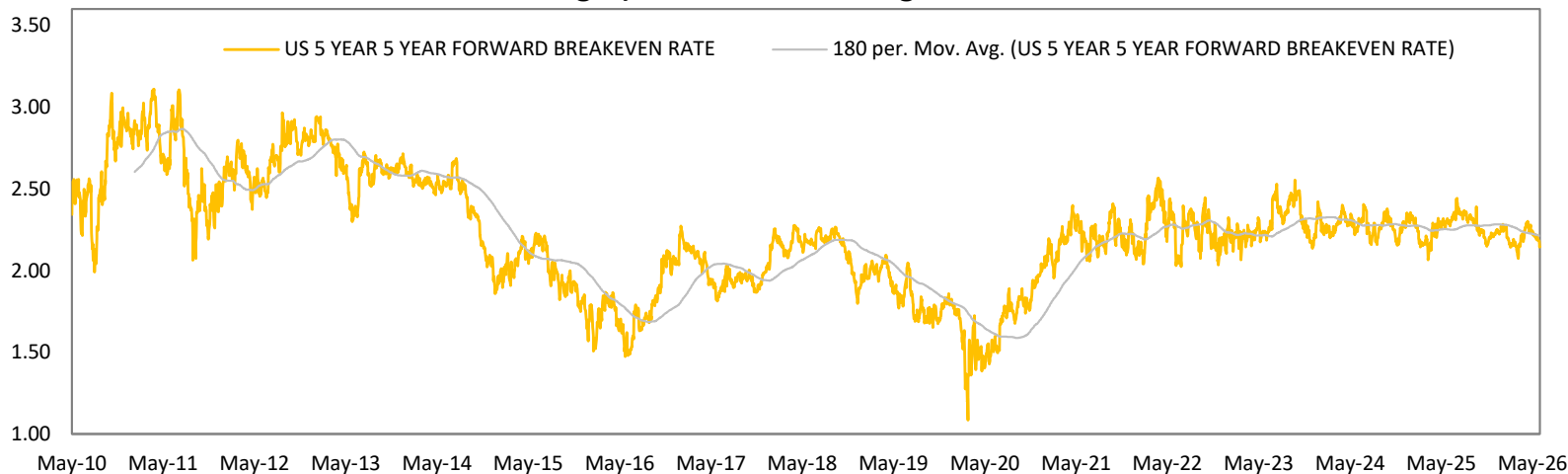
Lo Que Pasó: El Mercado De Bonos De EEUU NO Se Ha Comportado Como Se Esperaba. Los Ruidos Dentro Del Mercado Atados Al Proteccionismo Y A Eventos Geopoliticos Varios Han Afectado El “*Performance*” De Este Trade....Pero La Apuesta Se Mantiene Igual, Ergo, Se Vienen Tasas Más Bajas...

US FIXED INCOME--Predicted Core PCE (Fx Of Oil, Wages, Inflation Expectations, PCE, DXY, ISM Prices, NFIB Price Plans) And US 10-Year, RA. Source: BBG, XPI



Lo Que Pasó: El Mercado De Bonos De EEUU NO Se Ha Comportado Como Se Esperaba. Los Ruidos Dentro Del Mercado Atados Al Proteccionismo Y A Eventos Geopoliticos Varios Han Afectado El “*Performance*” De Este Trade....Pero La Apuesta Se Mantiene Igual, Ergo, Se Vienen Tasas Más Bajas...

US ECONOMY--5-Year 5-Year Forward Break-Even Rate And 180-Day Moving Average (In Percentages). Source: Bloomberg, XP Investments



Lo Que Dijimos Hace Un Año: El Mercado Ya No Espera Que La Tasa Del Fed Funds Baje De 3% En El 2026....NO Estamos De Acuerdo Con Esa Visión....



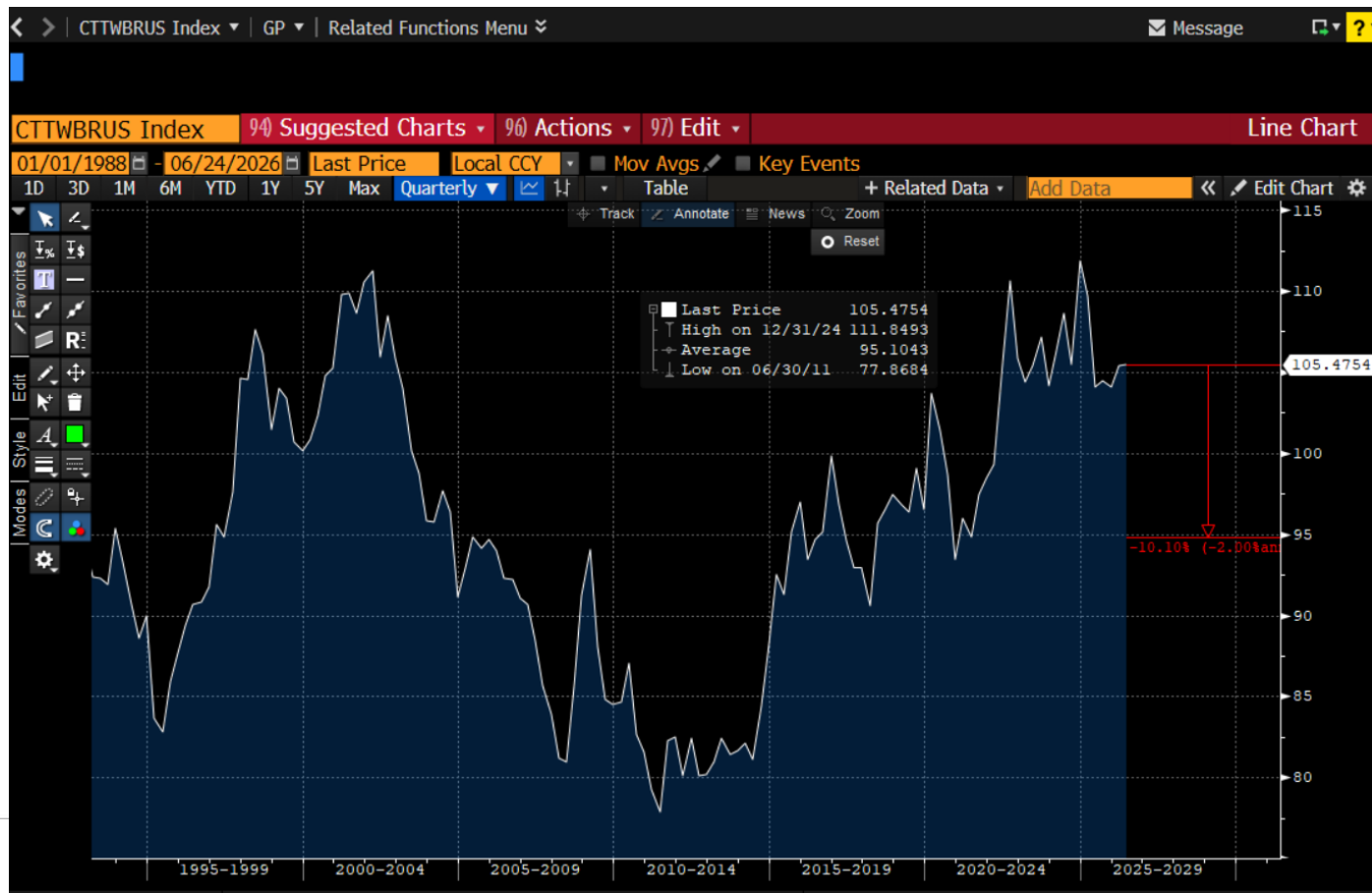
Lo Que Pasó: Como Se Puede Ver A Continuación, Nuestra Opinión De Larga Data Estuvo Vindicada Hasta Que Comenzó La Guerra En Medio Oriente.....En Nuestra Opinión, La Inteligencia Artificial, El Envejecimiento De La Población, Y Los Menores Flujos Migratorios Mantendrán Bajas Las Tasas Reales De Equilibrio En El Futuro...



Outlook De Mercados 2026 Y 2027....

- (1) Mantenemos nuestra opinión de que la economía estadounidense se está desacelerando y que el equilibrio de riesgos se inclina ahora hacia una desaceleración excesiva del mercado laboral. Seguimos esperando que el FOMC flexibilice su política monetaria en Diciembre y que reduzca la tasa de los fondos federales al 3,25 % para julio del 2027. En función de las perspectivas sobre la futura política de la Reserva Federal, seguimos apostando por la duración y creemos que 2027 podría ser un año excepcional para los mercados mundiales de renta fija. El índice PCE subyacente de EE. UU. se situará en el 2% a mediados de 2027.
- (2) El dólar estadounidense se ha apreciado cerca de un 6% desde principios de año hasta el inicio de la guerra en Irán. En términos reales el dólar sigue estando caro, más o menos un 10% por encima de su media histórica. Por lo tanto, nos parece que el escenario más probable a futuro es una depreciación gradual del dólar y una apreciación continua de las divisas de mercados emergentes y de la Eurozona.
- (3) 2025-2026 han resultado ser años excepcionales para los mercados locales de renta fija. Y creemos que aún hay margen para que los precios de los activos se aprecien.
- (4) Nuestro objetivo actual para el SPX a finales de 2026 se sitúa en 7.800. Para finales de 2027, el escenario base se sitúa en 8.300, y todo el potencial alcista se explica por un crecimiento de las ganancias suficientemente sólido.

Outlook De Mercados 2026, 2027....Qué Va A Hacer El Mercado De FX?



Outlook De Mercados 2026, 2027....

XPI Investment Monitor (2026), Equities

	Current	Beginning 2025	YTD Return (In USD's)	YE (2026) Target	Expected Return YE 2026/2025 (In USD's)	Possible Additional Return From Now To YE 2026
MSCI Emerging Markets	1,730	1,404	23.24%	1,850	31.77%	8.53%
Colombia COLCAP Index	2,271	2,068	20.81%	2,500	32.24%	11.43%
Japan Topix	3,964	3,409	12.65%	4,050	24.12%	11.47%
Brazilian Bovespa	170,507	161,125	11.83%	205,000	36.96%	25.13%
Borsa Italiana (FTSE MIB)	51,639	44,944	11.08%	53,500	21.61%	10.53%
Spain IBEX	19,390	17,307	8.31%	20,000	18.06%	9.75%
S&P 500	7,358	6,845	7.50%	7,850	14.68%	7.18%
Shanghai Composite	4,111	3,969	6.16%	4,400	16.36%	10.21%
Mexican Bolsa	66,278	64,308	5.26%	74,000	15.07%	9.81%
EuroStoxx	6,215	5,791	3.75%	6,350	12.02%	8.27%
Argentina Merval	3,110,490	3,051,617	0.06%	3,450,000	17.22%	17.16%
German DAX	24,740	24,490	-2.33%	27,500	14.72%	17.05%

Outlook De Mercados 2026, 2027....

XPI Investment Monitor (2026), Fixed Income						
	Current	Beginning 2025	YTD Return (In USD's)	YE (2026) Target	Expected Return YE 2026/2025 (In USD's)	Possible Additional Return From Now To YE 2026
Argentina USD 2035, 4.125%	8.02%	8.76%	9.55%	7.50%	17.78%	8.23%
Colombia USD 2035, 8%	6.46%	7.05%	6.95%	6.25%	12.33%	5.39%
US 30-Year	4.84%	4.84%	4.90%	4.60%	8.67%	3.77%
Brazil USD 2035, 6.62%	6.03%	6.20%	3.94%	5.75%	9.12%	5.18%
Peru 2035, 5.375%	5.31%	5.24%	3.66%	4.75%	8.00%	4.34%
Embi-Global Index	1,046	1,017	2.86%	1,175	15.54%	12.68%
Bloomberg-Barclays High-Yield Bond Index	1,896	1,862	1.84%	2,100	12.78%	10.95%
Bloomberg-Barclays High-Grade Bond Index	2,368	2,348.00	0.87%	2,600	10.73%	9.86%
Mexico USD 2035, 6.35%	5.97%	5.65%	0.55%	5.60%	6.03%	5.48%
US 10-Year	4.39%	4.16%	0.39%	4.00%	5.32%	4.94%
Germany 10-Year (Generic)	2.86%	2.85%	-2.75%	2.40%	11.88%	14.63%
Italy 10-Year (Generic)	3.59%	3.54%	-2.81%	3.20%	11.43%	14.24%
Spain 10-Year (Generic)	3.34%	3.28%	-3.00%	3.00%	10.64%	13.64%
Portugal 10-Year (Generic)	3.23%	3.15%	-3.35%	2.85%	10.44%	13.79%

Outlook De Mercados 2026, 2027....

XPI Investment Monitor (2026), Local Fixed Income

	Current	Beginning 2026	YTD Return (In USD's)	YE (2026) Target	Expected Return YE 2026/2025 (In USD's)	Possible Additional Return From Now To YE 2026
2050 TES, Colombia (COP)	12.02%	12.83%	24.68%	11.50%	35.75%	11.06%
2036 TES, Colombia (COP)	11.93%	12.64%	23.48%	11.40%	34.77%	11.29%
Brazil NTNFB Current 10-Year	14.27%	13.73%	13.33%	13.00%	45.55%	32.21%
2036 M-Bono, Mexico (MXN)	8.92%	9.10%	8.03%	8.25%	13.63%	5.60%
2053 M-Bono, Mexico (MXN)	9.48%	9.51%	7.19%	8.75%	16.92%	9.72%
Bloomberg EM Local Sovereign Index	164.81	162.60	1.36%	175.0	7.63%	6.27%
Chile Local 2035, 5%	5.66%	5.39%	-1.13%	5.10%	10.18%	11.32%
Perú 2035 6.85% Soberanos (PEN)	6.08%	5.78%	-1.16%	5.70%	8.20%	9.37%



Disclaimer: XP Investments provides brokerage services through XP Securities, LLC. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments is a member of FINRA & SIPC. XP Investimentos CCTVM S/A is a Brazilian broker dealer registered at Brazil Central Bank and Comissão de Valores Mobiliários – CVM. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments and XP Investimentos are affiliated companies. This e-mail (including any attachments) is confidential, may contain proprietary or privileged information and is intended for the named recipient(s) only. Unintended recipients are prohibited from taking action on the basis of information in this e-mail and must delete all copies. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments will not accept responsibility or liability for the accuracy or completeness of, or the presence of any virus or disabling code in, this e-mail. If verification is sought please request a hard copy. Any reference to the terms of executed transactions should be treated as preliminary only and subject to formal written confirmation by XP Securities, LLC d/b/a XP Investments. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments reserves the right to monitor e-mail communications through its networks (in accordance with applicable laws). No confidentiality or privilege is waived or lost by XP Securities, LLC d/b/a XP Investments by any mis transmission of this e-mail.