

Global Weekly Report #68

El crudo primero, las tasas después

Resumen ejecutivo

Dos eventos con el mismo origen estructural definieron la semana financiera global. Los inventarios mundiales de petróleo alcanzaron el piso operacional de 6.800 millones de barriles, identificado por analistas de JPMorgan Commodities Research como el mínimo necesario para mantener *pipelines*, refinerías y terminales en funcionamiento. Al mismo tiempo, la Reserva Federal de Estados Unidos subió la tasa de referencia en 25 puntos básicos, hasta el rango de 3.75%-4.00%, en una **votación unánime de 12 a 0** que marca el retorno al modo ajuste luego de tres años sin movimientos. El vínculo entre ambos hechos es el Estrecho de Hormuz: cerrado efectivamente al tráfico de *tankers* desde marzo de 2026, cuando la guerra con Irán iniciada en febrero colapsó el tráfico de buques cisterna de aproximadamente 60-70 por período a prácticamente cero, nivel que se sostuvo sin interrupción hasta la fecha.

La transmisión del shock de oferta de crudo hacia los precios al consumidor fue directa y cuantificable: la gasolina subió 3.9% en agosto y explicó más de un tercio del incremento mensual del IPC de EE.UU. Esa presión combinada con el efecto de segunda ronda que se propaga desde el crudo hacia el diesel, el *jet fuel* y los costos logísticos y agrícolas **convenció a los 18 miembros del Comité** de que el camino de regreso a la meta de 2.0% para el PCE requería restablecer algo de restricción monetaria. El presidente de la Fed, Kevin Warsh, lo sintetizó en una frase que movió los mercados en tiempo real.

"We removed a dose of accommodation so that financial and credit conditions would be more consistent with our ultimate objectives." La apertura deliberada hacia nuevas subas sin comprometerse con un sendero fue la señal que el mercado procesó. El S&P 500 pasó de verde a -1% durante la conferencia de prensa, la tasa del bono a 2 años subió 7 puntos básicos a 4.73% y el bono a 10 años volvió a superar 5%.

En Europa, el Banco Central Europeo también subió 25 puntos básicos. El canal de transmisión es la inflación importada y con el euro debilitado, cada barril que sube en dólares pega más fuerte en precios locales. El Bank of England, en cambio, optó por mantener la tasa sin cambios, reflejando una economía con menor margen para sostener el costo del ajuste. El Bank of Japan fue más lejos y subió su tasa de referencia a 1,25%, máximo en 31 años, en un voto de 7 a 2, aunque el yen cayó tras la decisión y el Nikkei rebotó, señal de que el mercado interpretó el tono de Ueda como más pausado de lo previsto. Para portafolios de la región, el mensaje central de la semana es que las tasas largas no van a bajar en el corto plazo. El **dot plot** de la Fed no proyecta recortes hasta 2028, y las condiciones financieras más ajustadas van a convivir con los activos de riesgo por más tiempo del que el consenso descontaba hace apenas dos meses.

El mercado físico del petróleo

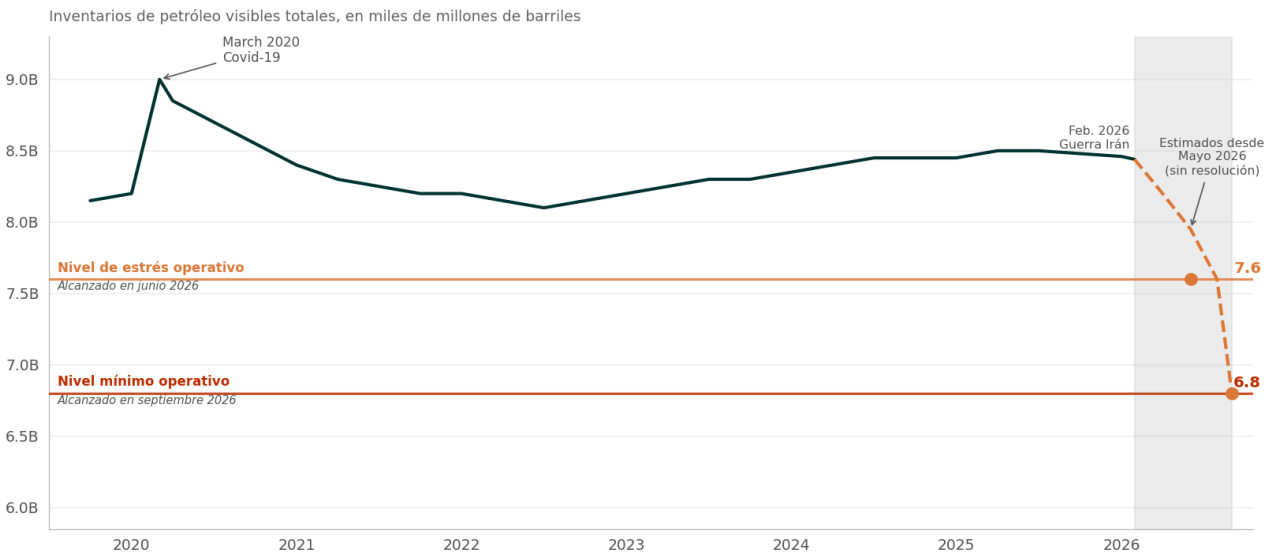
El Estrecho de Hormuz transporta históricamente el 20% del petróleo que se mueve en el mundo. Su cierre efectivo en marzo de 2026 no generó una escasez inmediata (los inventarios globales tenían colchón) pero sí activó un proceso de drenaje sin precedentes en velocidad y escala. Desde febrero de 2026, los inventarios mundiales observados perdieron 507 millones de barriles, con un promedio de 2.8 millones de



barriles diarios. Solo en agosto el mercado drenó 95 millones de barriles, acelerando el ritmo a 3.1 millones por día.

El resultado de ese drenaje acumulado es que los inventarios globales alcanzan esta semana el piso operacional de 6.800 millones de barriles, número que representa el mínimo funcional del sistema. Por debajo de ese nivel, una porción creciente de los barriles disponibles queda inmovilizada para mantener *pipelines*, refinerías y terminales operativos, haciendo que cada barril adicional que se drene tenga un impacto desproporcionado sobre la capacidad de refinación y distribución.

Los inventarios mundiales de crudo caen a un ritmo récord



Fuente: JPMorgan Commodities Research · Kpler, IEA, EIA, OilChem, PAJ, Singapore, JODI

La prueba más visible de esa fractura geográfica del mercado físico es la divergencia de *benchmarks*. Los crudos cuyo transporte depende del Estrecho o de rutas alternativas más largas cotizan con una prima de entre 22 y 32 dólares sobre el WTI y de entre 10 y 28 dólares sobre el Brent. El Shanghai INE tocó 134.18 dólares el barril. El Murban de Abu Dabi y el Omán para Asia operaron en 128.64 y 128.39 respectivamente. Mientras tanto, el Brent se mantuvo en 105.86 y el WTI en 102.22.

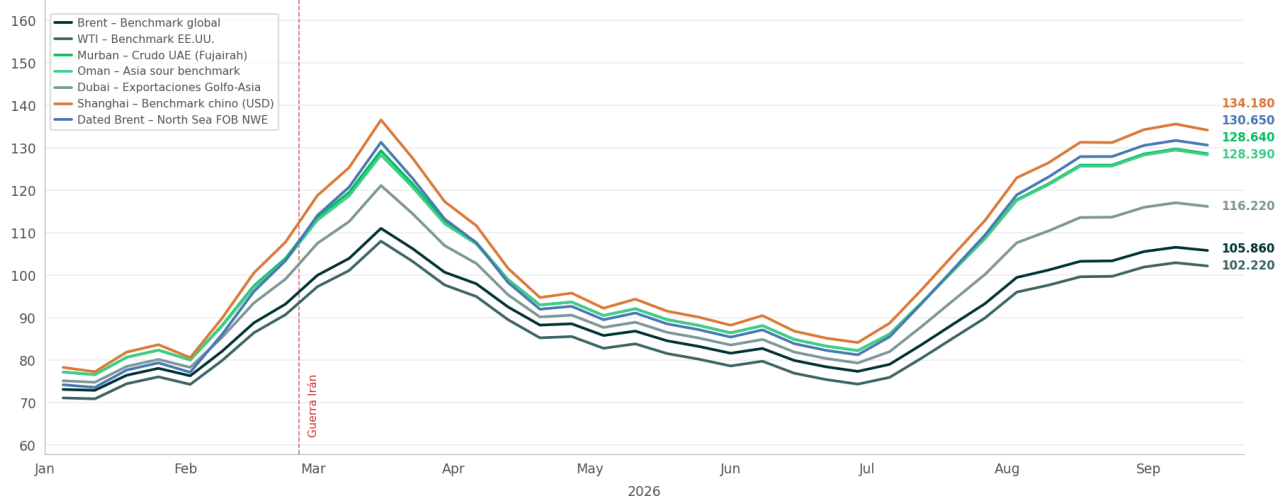
Benchmark	Precio (USD/bbl)	Descripción / Observación
Murban (EAU)	128.64	Golfo Pérsico — zona de conflicto
Omán	128.39	Referencia ácida para Asia
Shanghai (INE)	134.18	Benchmark chino en dólares
Dated Brent	130.65	North Sea físico, FOB NWE
Dubai	116.22	Exportaciones Golfo-Asia



Brent	105.86	Benchmark atlántico global
WTI	102.22	Referencia EE.UU., Cushing OK

Siete benchmarks de crudo, una crisis: Brent, WTI, Murban, Oman, Dubai, Shanghai

Cómo un único chokepoint reconfiguró el precio global del crudo



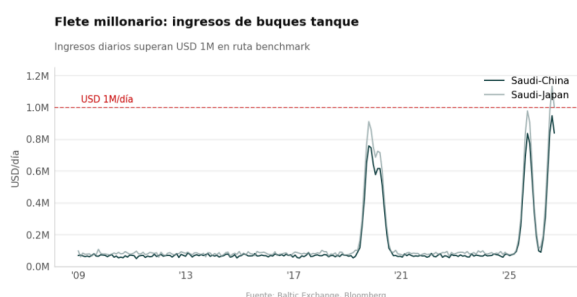
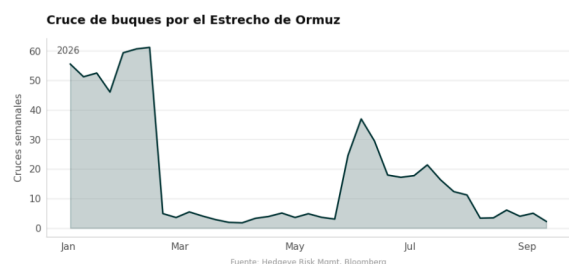
Fuente: Bloomberg (BOIL<GO>)

Los fletes de los grandes buques petroleros (VLCC) en la ruta Arabia Saudita-China superaron el millón de dólares diarios, un registro sin antecedente histórico comparable. El alargamiento de rutas alternativas aumenta el costo por barril y reduce la disponibilidad efectiva de tonelaje, generando una prima de escasez de flete que se suma al diferencial de precio del crudo.

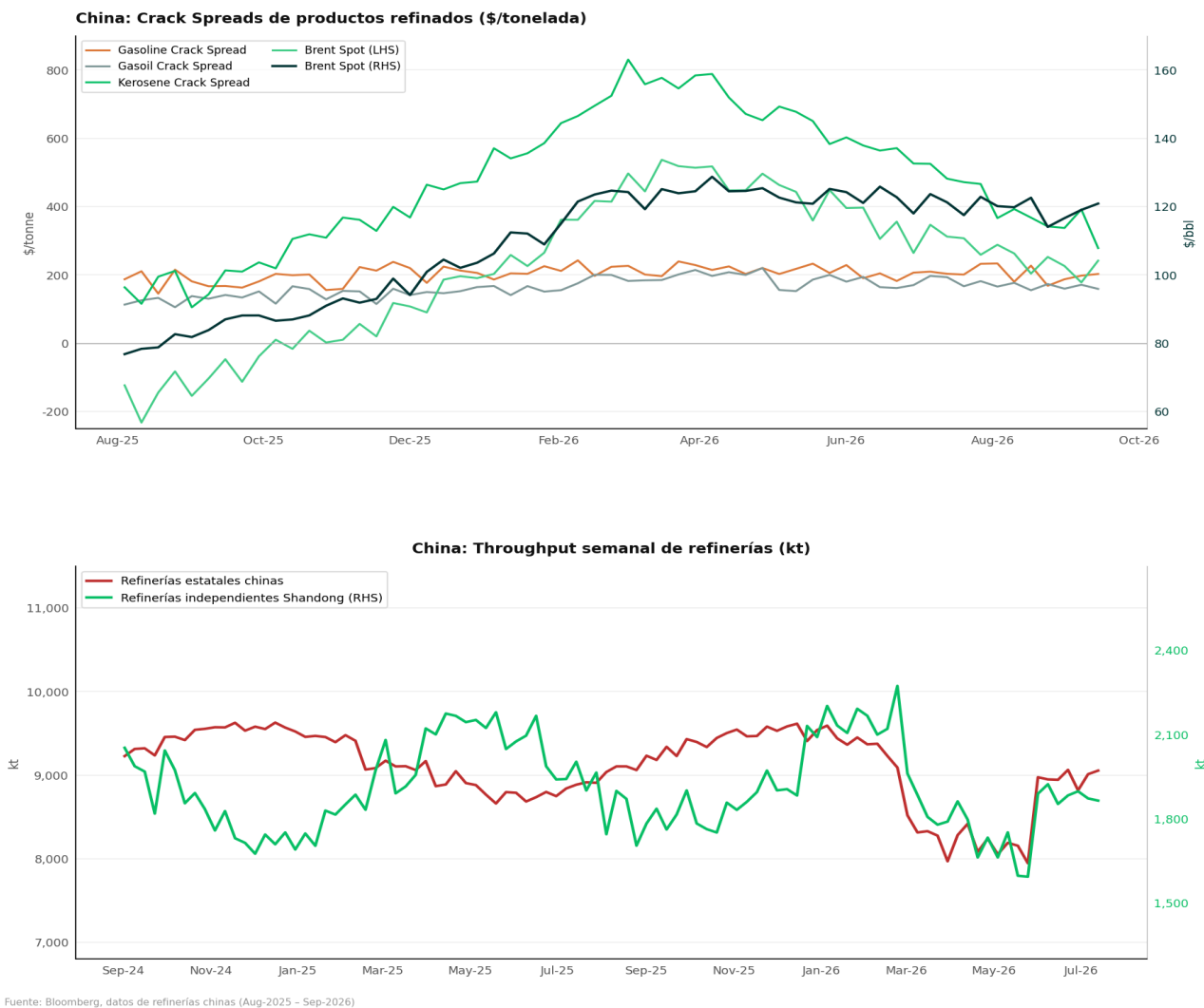
La Reserva Estratégica de Petróleo de EE.UU. (SPR) **pasó de 413 millones de barriles a principios de abril a aproximadamente 285 millones en la actualidad**. Representa una caída de 128 millones en tan solo cinco meses, el punto más bajo desde 1982. Los inventarios comerciales de crudo en EE.UU. (DOE EIA) narran una historia más matizada: desde el **pico de 463 millones de barriles registrado en abril** los stocks cayeron de forma ininterrumpida hasta los **410.5 millones en julio**: un drenaje de 52.9 millones de barriles en tres meses, equivalente a más de 580.000 b/d. Cushing (Oklahoma), el punto de entrega físico del WTI futures, acusó el ajuste con mayor intensidad: **cayó de 30.4 a 19.8 millones de barriles entre abril y julio, una contracción de 35% en 90 días**.

China sostiene **aproximadamente 1.230 millones de barriles de almacenamiento estratégico**, una posición sin precedentes entre los grandes importadores. Esa reserva le permitió procesar en agosto 13.91 millones de barriles diarios frente a un suministro externo de solo 13.27 millones, cubriendo el déficit de 640.000 b/d con inventarios propios. Si China vuelve a competir agresivamente por barriles físicos en el mercado spot, aparece un demandante enorme en el momento en que el resto del mundo también busca sustitutos para el crudo que ya no cruza el Hormuz.

Mercado de crudo: flujos, logística y stocks



La transmisión hacia la economía real opera a través de los *crack spreads* (la diferencia entre el precio del crudo y el de los productos refinados), los cuales reflejan la escasez de refinación. El kerosene tocó picos de alrededor de 700 dólares por tonelada (equivalente a aproximadamente 89 dólares por barril) entre marzo y julio. El canal de segunda ronda va de la gasolina y el diesel hacia la logística, la agricultura y la manufactura, y sus efectos se van a seguir materializando durante los próximos trimestres independientemente de lo que ocurra con el precio del barril.



El mercado físico ya incorporó esa escasez en la estructura de precios a futuro. El crudo opera en *backwardation*. El vaciamiento de Cushing (el nodo de almacenamiento que marca el precio del WTI *prompt*) es el mecanismo de transmisión más directo. Cuando los inventarios físicos en el hub de entrega caen 35% en un trimestre, el mercado de futuros premia la disponibilidad inmediata sobre la promesa futura. La *backwardation* profunda y persistente confirma que la tensión está en el mercado físico real, no en expectativas especulativas de largo plazo.

La Reserva Federal retoma el ajuste: unanimidad, *dot plot hawkish* y la frase que movió los mercados

La suba de 25 puntos básicos decidida el miércoles 16 de septiembre es la primera desde 2023. Lo que sorprendió fue el contexto. En julio, el Comité votó 9 a 3 por mantener, con solo tres disidentes. Esta semana la votación fue unánime, 12 a 0. Ese movimiento de consenso es la señal más potente de que el comité en su conjunto, y no solo una minoría *hawkish*, leyeron los datos del verano del hemisferio norte, como incompatibles con un sendero de inflación en convergencia.

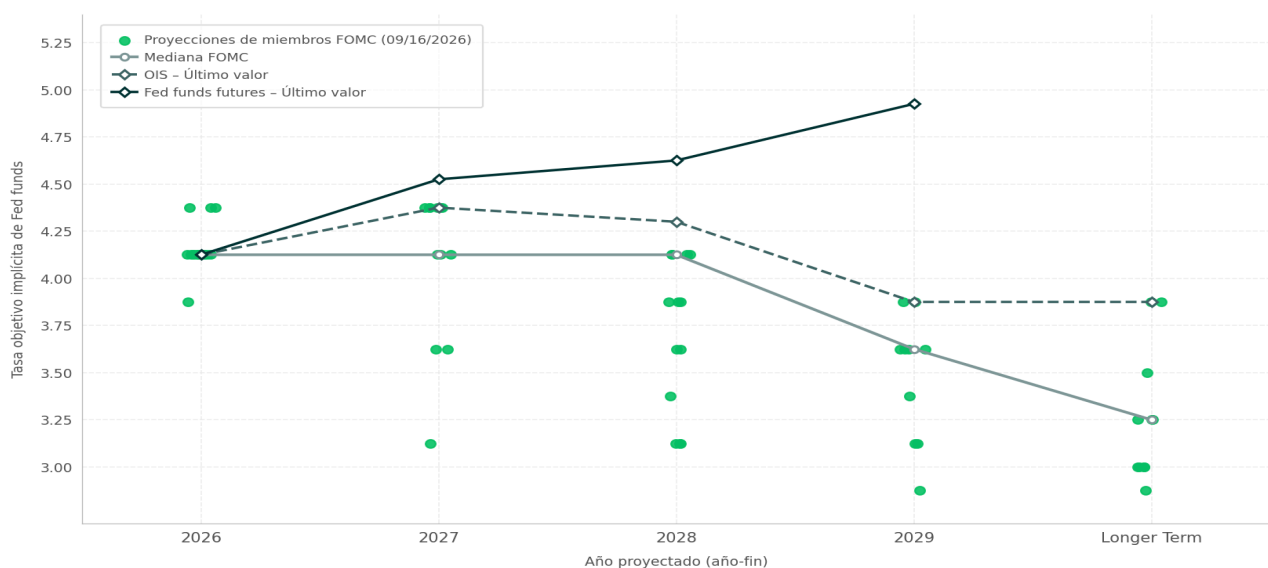
El presidente Warsh eligió su comunicación con deliberada precisión. Cuando dijo "We removed a dose of accommodation", dejó en claro que el ciclo no está cerrado y que hay margen para seguir. El condicional "would be more consistent" refuerza esa lectura. Indica que las condiciones financieras y crediticias todavía no son plenamente compatibles con el objetivo de precios, lo que implica que la suba de hoy es un paso necesario pero no el último. El mercado leyó eso como una apertura explícita a movimientos adicionales y reaccionó en consecuencia.

Del comunicado se desprende otro cambio relevante. La Fed eliminó la referencia que explicaba parte de la inflación como proveniente de "shocks de oferta". Ese lenguaje, que servía como argumento para mantener una postura paciente, desapareció. El diagnóstico implícito cambió. La inflación ya no puede atribuirse exclusivamente a factores externos. Esa revisión es coherente con la evidencia. El componente de energía inició el proceso, pero las expectativas de inflación y los efectos de segunda ronda lo están perpetuando.

El *dot plot* de septiembre muestra que 16 de los 18 participantes del Comité ven al menos una suba más antes de fin de año desde el rango actual. Cuatro esperan dos subas adicionales. Ese no es un resultado marginalmente *hawkish* sino que es el consenso central del órgano que define la política monetaria de la principal economía del mundo.

El mercado de *fed funds futures* ya tomó nota. Al cierre del miércoles, los contratos con vencimiento en octubre asignaban una probabilidad de 53.1% a un nuevo incremento de 25 puntos básicos en la reunión del 28 de octubre, con solo 46.9% de probabilidad de pausa. Para diciembre, la probabilidad acumulada de al menos otro movimiento ascendía a 73.3%. El mercado no solo validó el mensaje del Comité: lo llevó más lejos. El pico de tasa implícita en los *futures* se ubica cerca de 4.60% en el tercer trimestre de 2027, lo que implica aproximadamente 2.8 subas adicionales desde el nivel actual, por encima del 4.125% que proyecta la mediana del *dot plot*. La brecha entre la señal del Comité y el precio del mercado refleja la incertidumbre sobre la persistencia del shock energético: los inversores no descartan que el conflicto en el Estrecho de Hormuz prolongue las presiones inflacionarias más allá de lo que el propio Comité anticipa.

El Dot Plot de la Fed - Septiembre 2026



Fuente: Federal Reserve

El cuadro de proyecciones económicas (SEP) de septiembre versus junio muestra un desplazamiento de 30 puntos básicos hacia arriba en 2026, 50 puntos básicos en 2027 y 50 puntos básicos en 2028. La mediana del Comité no proyecta recortes hasta 2028. El escenario central ya no es "sube y baja rápido": es "sube, se sostiene y baja gradualmente en el largo plazo".

Variable	Sep 2026	Jun 2026	Cambio
GDP 2026	2.3 %	2.2 %	↑
GDP 2027	2.4 %	2.3 %	↑
Desempleo 2026	4.1 %	4.3 %	↓ mejor
PCE 2026	3.7 %	3.6 %	↑
PCE 2027	2.3 %	2.3 %	—
Core PCE 2026	3.4 %	3.3 %	↑
Core PCE 2027	2.5 %	2.5 %	—
Fed funds 2026 (mediana)	4.1 %	3.8 %	↑ +30 pbs
Fed funds 2027 (mediana)	4.1 %	3.6 %	↑ +50 pbs
Fed funds 2028 (mediana)	3.9 %	3.4 %	↑ +50 pbs
Longer run (mediana)	3.2 %	3.1 %	↑

En la conferencia de prensa, Warsh introdujo una observación que trasciende el ciclo actual. La demanda de capital de los grandes proveedores de nube para infraestructura de IA compite directamente con el financiamiento de la deuda del Tesoro de EE.UU. La consecuencia es una **presión alcista estructural sobre las tasas largas** que opera independientemente de lo que decida la Fed sobre la tasa corta. Incluso si la Fed detuviera el ciclo de subas mañana, el bono a 10 y 30 años no tiene por qué bajar automáticamente.

Implicancias para portafolios

La combinación de inventarios de petróleo en el piso operacional y una Fed que acaba de cambiar su función de reacción tiene implicancias directas sobre tres dimensiones de los portafolios. En renta fija, el retorno del bono del Tesoro a 10 años por encima de 5% reinstala el debate sobre la duración. La presión sobre el extremo largo de la curva no proviene únicamente de la política monetaria, sino también del déficit estructural del Tesoro, que sigue generando una oferta sostenida de papel de largo plazo y empuja el *term premium* al alza de forma independiente de la trayectoria de la tasa corta. En ese contexto, ¿cuánto tiempo

pueden los inversores soportar el costo de mantener bonos largos cuando la Fed no proyecta recortes hasta 2028 y cuando la competencia de los grandes proveedores de nube por capital refuerza estructuralmente esa dinámica?

El S&P 500 cedió cerca del 1% durante la conferencia de prensa y el Nasdaq alrededor del 0,7%, pero esa reacción de corto plazo no altera el cuadro de fondo. Los resultados del segundo trimestre de 2026 mostraron un crecimiento ponderado de ganancias por acción del 50,4%, el más alto desde el segundo trimestre de 2021, con un 86% de las compañías superando las estimaciones del consenso y proyecciones propias que apuntan a un avance del orden del 27-30% para el segundo semestre. **La construcción de infraestructura de inteligencia artificial sigue siendo el motor que sostiene ese ritmo**; la inversión de los grandes proveedores de nube no muestra señales de desaceleración, y la demanda de cómputo continúa impulsando márgenes y ganancias por acción en el sector. Para los mercados emergentes en general, un ciclo de tasas más alto por más tiempo en EE.UU. refuerza la presión sobre los flujos de capitales y los múltiplos locales; en ese contexto, **la exposición a renta variable se mantiene concentrada en la parte de calidad del mercado desarrollado**, donde el crecimiento de resultados ofrece una contraparte a la compresión de valuaciones. Nos mantenemos constructivos en ese segmento. La presión sobre el múltiplo que genera un entorno de tasas más elevadas crea condiciones de entrada para posiciones de calidad, no un argumento para salir.

Gianluca Piazza

Research Analyst

Equipo de Research & Strategy de Inviu

research@inviu.com.ar

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.