

Global Weekly Report #35

Límites jurídicos para Trump y Nvidia

Resumen Internacional

Estados Unidos

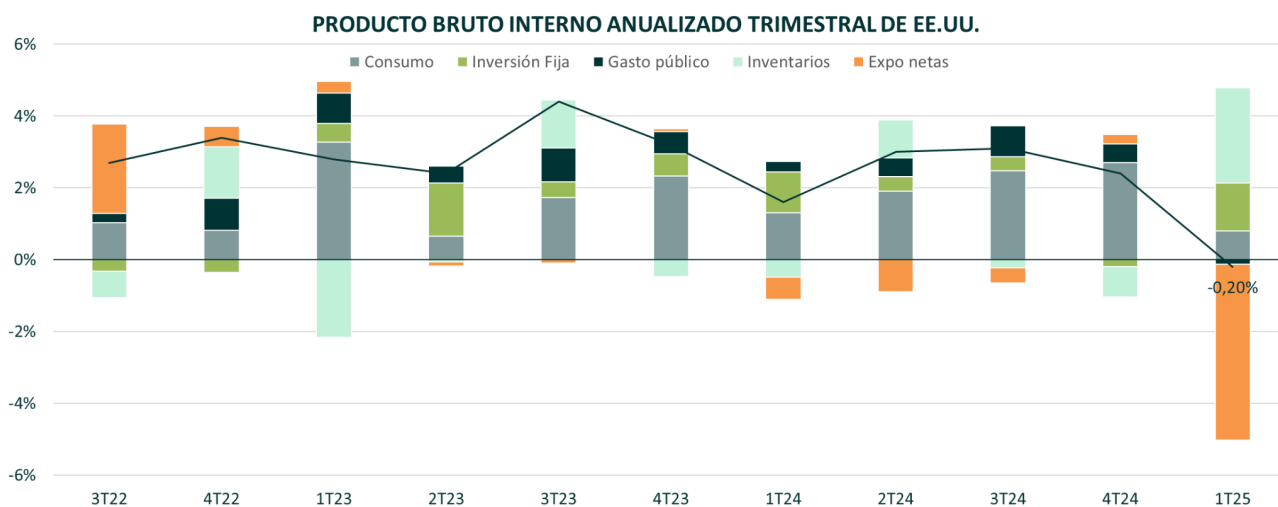
Primera revisión de PBI - Menor consumo, más exportaciones

En su primera revisión, la economía estadounidense se contrajo sensiblemente menos de lo previsto inicialmente durante el primer trimestre del año, ya que el aumento de las importaciones, la desaceleración del gasto de los consumidores y la caída del gasto público se compensaron en parte con el aumento de la inversión y las exportaciones.

La Oficina de Análisis Económico (BEA) revisó su estimación del PBI para mostrar que la economía se contrajo a una tasa anual del 0,2%, en comparación con la caída del 0,3% reportada anteriormente.

Un aumento del 42,6% en las importaciones, impulsado principalmente por las empresas que se apresuraban a anticiparse a la política comercial de la Casa Blanca, fue el principal lastre para la economía, ampliando la brecha comercial y llevando el crecimiento a territorio negativo. Normalmente, la reducción del PIB causada por el aumento de las importaciones se compensa con un aumento similar en los inventarios, que se suma al crecimiento del PIB. Sin embargo, en esta ocasión, el aumento de las importaciones no se vio compensado en su totalidad por un aumento de los inventarios ni del gasto del consumidor, lo que generó un lastre sustancial para los cálculos de crecimiento económico.

El punto flojo de la revisión, fue que la demanda interna privada final se corrigió a la baja del 3% al 2,5% y el gasto del consumidor aumentó solo un 1,2%, una modificación negativa desde el 1,8% reportado inicialmente. No obstante, otros datos duros como el Redbook de ventas minoristas en la misma tienda reportó un crecimiento de +6% YoY en la semana transcurrida del 21-28 de mayo por lo que el contexto se torna complejo para analizar una tendencia clara en las variables macro. La BEA publica tres estimaciones del crecimiento trimestral del PIB; la tercera y última estimación se publicará el 26 de junio.



Minutas FED - Ampliación de riesgos duales

En su reunión de principios de mes, las actas remarcaron la preocupación de los funcionarios de la Reserva Federal por la política comercial y fiscal que derivó en la decisión de mantener las tasas estables. “Los participantes coincidieron en que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas había aumentado aún más, lo que justificaba adoptar una postura cautelosa hasta que se aclaran los efectos económicos netos de los cambios en las políticas gubernamentales”, indicaban las actas. “Los participantes señalaron que el Comité podría enfrentarse a difíciles disyuntivas si la inflación se mantiene más persistente mientras se debilitan las perspectivas de crecimiento y empleo”.

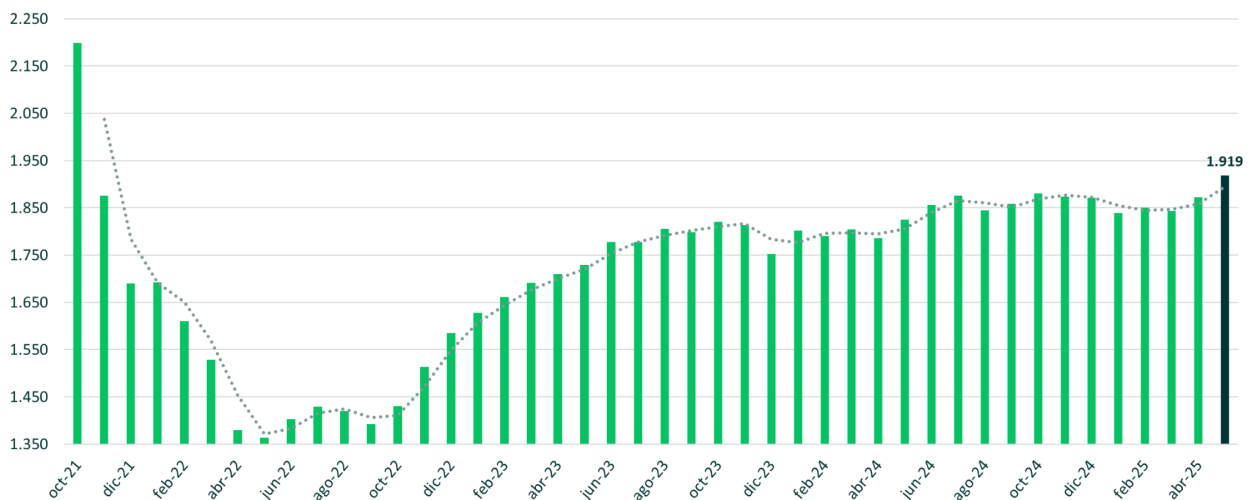
Si bien los responsables políticos expresaron su preocupación por la dirección de la inflación y las fluctuaciones de la política comercial, afirmaron que el crecimiento económico era “sólido”, que el mercado laboral se encuentra “en general equilibrado”, aunque aumentaban los riesgos de que pudiera debilitarse, y que los consumidores seguían gastando. El comunicado posterior a la reunión señaló que “la incertidumbre sobre las perspectivas económicas ha aumentado aún más”. Asimismo, el comité afirmó que el cumplimiento de sus objetivos duales de pleno empleo y baja inflación se ha complicado debido a la incertidumbre política.

Desde la reunión, los funcionarios han reiterado que esperarán hasta que haya mayor claridad sobre la política fiscal y comercial antes de considerar nuevamente la posibilidad de bajar las tasas. Las expectativas del mercado han respondido de la misma manera, y los operadores de futuros ahora consideran que prácticamente no hay posibilidad de un recorte hasta la reunión de la Fed de septiembre.

Retornando nuestros comentarios anteriores, seguimos creyendo que la Fed este año podría llegar a recortar entre 1 y 2 veces la tasa de interés, menos de las 2 o 3 priceadas por el mercado actualmente. Como hemos venido destacando, luego del fuerte lastre de las importaciones del 1er trimestre, para el segundo ya no serán un fuerte componente de empuje a la baja. Mientras, el gasto del consumidor aún parece resiliente. Además, la dinámica de precios comenzaría a complejizarse

debido al pass-through empresarial que podrían impactar tan pronto como en los índices del próximo mes. Si bien mencionamos lo anterior, la expectativa de espacio para al menos 1 recorte de tasa la atribuimos a un mercado laboral que, si bien no se desploma, se debilita. Más allá de que las solicitudes semanales de subsidio por desempleo aumentaron más de lo previsto la semana pasada, el dato destacable es que las solicitudes continuas de subsidios han alcanzado su punto más alto desde 2021, lo cual refleja un mercado laboral menos robusto claramente explicado por la incertidumbre corporativa.

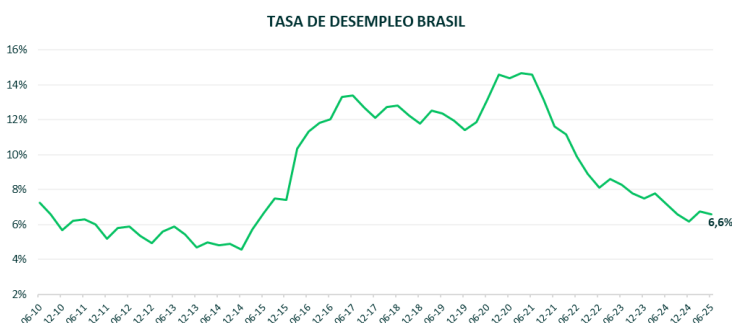
SOLICITUDES DE EMPLEO CONTINUAS (Millones)



Seguimos siendo constructivos dentro del tramo corto de la curva de Treasuries en el tramos de 2-5 años que no se ve impactado de lleno por las preocupaciones fiscales.

Emergentes

Brasil: mejora gradual en el mercado laboral con caída en la informalidad



La tasa de desempleo en Brasil descendió al 6,6% en el trimestre móvil comprendido entre febrero y abril, interrumpiendo una secuencia de tres aumentos consecutivos. Este retroceso marca la primera baja del indicador tras dos meses al alza y refuerza la tendencia de recuperación del mercado laboral iniciada tras la pandemia, según

datos del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE).

En los últimos doce meses, los sectores que más contribuyeron a la expansión del empleo fueron transporte (+4,5%), administración pública (+4,0%), comercio (+3,7%) e industria (+3,6%). En contraste, el sector agropecuario registró una contracción del 4,3% en su volumen de trabajadores.

El empleo formal mostró signos de fortaleza: el número de trabajadores con contrato en el sector privado alcanzó un máximo histórico de 39,6 millones. Por su parte, la tasa de informalidad se mantuvo relativamente estable, representando el 37,9% de la población ocupada (equivalente a 39,2 millones de personas), una mejora frente al 38,7% observado un año atrás.

Durante el período, se contabilizaron 7,3 millones de personas en búsqueda activa de empleo, lo que representa una reducción de 941.000 individuos en comparación interanual.

Geopolítica comercial: Revés efímero para Trump

El Tribunal de Comercio Internacional de EE.UU. compuesto por un panel de tres jueces resolvió una demanda interpuesta por el Liberty Justice Center, una organización no partidista, en nombre de cinco pequeñas empresas que importan productos de los países afectados por los aranceles. Hasta la fecha, se han presentado al menos siete demandas que impugnan las políticas comerciales de Trump.

De este modo, el miércoles invalidó todos los aranceles impuestos por Trump desde enero, basados en la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA), una ley de 1977 destinada a abordar amenazas inusuales y extraordinarias durante una emergencia nacional. No obstante, un tribunal federal de apelaciones restableció temporalmente los aranceles recíprocos un día después, para seguir dando paso a un nuevo capítulo en los conflictos comerciales. Es dable subrayar que la decisión judicial no afecta a otros aranceles decretados a las importaciones estadounidenses, incluyendo los gravámenes del 25% sobre el acero, el aluminio y los automóviles, ya que fueron impuestos mediante vías legales alternativas a las cuestionadas por el tribunal de Nueva York.

En vistas de los últimos sucesos, y otras herramientas jurídicas que tiene el presidente para llevar adelante sus políticas, creemos que la guerra comercial global está lejos de terminarse. Si bien representa un revés para Trump, es poco probable que el fallo lo disuada de intentar reescribir las reglas del comercio global a favor de Estados Unidos o lo lleve a abandonar los aranceles como principal herramienta para lograrlo. De todas maneras, cabe dejar en claro que es muy importante que realmente logre mantener su posición y el toolkit para poner en práctica sus políticas, ya que en un momento tan importante como el actual, demostrar debilidad interna en medio de complejas disputas geopolíticas actuales no es una buena señal.

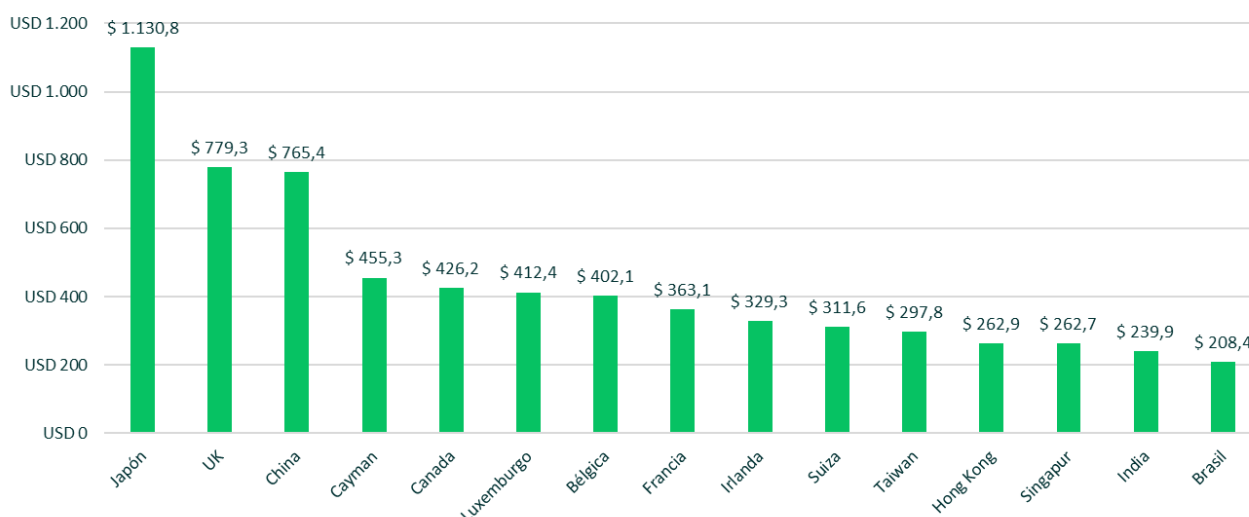
De hecho, Trump declaró que China había violado un acuerdo con el país para reducir mutuamente los aranceles y las restricciones comerciales sobre minerales críticos, y lanzó una nueva amenaza de endurecer su postura con Pekín. Si bien el mensaje no especifica cómo China había violado el acuerdo alcanzado en Ginebra, el Representante Comercial Jamieson Greer declaró que, al parecer, el gigante asiático estaba actuando con lentitud en sus promesas de emitir licencias de exportación

para minerales de tierras raras, críticos para la producción estadounidense de semiconductores, electrónica y defensa. Por el lado de China, ha expresado reiteradamente su preocupación a la mayor economía del mundo por el abuso de las medidas de control de las exportaciones en el sector de los semiconductores y otras prácticas relacionadas. El mercado camina al compás de los acuerdos bilaterales entre Estados Unidos y China, en una relación que está destinada a ser contrapuesta.

Por otro lado, una temática importante que subyace al debate tarifario y presupuestario, el famoso 'Big, Beautiful Bill' incluye cambios radicales en el tratamiento fiscal del capital extranjero en EE.UU., bajo una disposición conocida como la Sección 899: Según la nueva ley fiscal, a los inversores de "países extranjeros discriminatorios" se le podrían incrementar los impuestos sobre la renta estadounidense en 5 puntos porcentuales cada año, lo que podría elevar la tasa hasta el 20%. Dado que la posición neta de inversión internacional de EE.UU. es marcadamente negativa, existe un margen para las salidas de capital si la Sección 899 se aprueba en el Senado en su forma actual. Esto significa que también podría afectar a los gobiernos y bancos centrales, que son grandes inversores en bonos del Tesoro estadounidense (15% del total del stock de deuda)

El juez final será el mercado de bonos que podría seguir poniendo presión al gobierno en su avance presupuestario. La búsqueda de diversificadores sigue siendo clave y mantener exposición a tendencias estructurales para eliminar los ruidos de corto plazo.

MAYORES TENEDORES INTERNACIONALES DE US TREASURIES -EN MIL MM-



El pulso de la IA global todavía por NVIDIA: Resumen de resultados

Una vez más, las expectativas en torno a los resultados trimestrales de NVIDIA trascienden a la propia compañía, generando impacto directo sobre la dinámica del mercado en su conjunto. En



apenas dos años y medio, NVIDIA ha dejado de ser simplemente un fabricante exitoso de semiconductores para convertirse en una de las empresas más observadas del mundo. Hoy, no solo actúa como referente del avance de la inteligencia artificial, sino que también es utilizada como justificación clave del aumento en el gasto de capital corporativo y, más recientemente, como termómetro de los impactos derivados de las tensiones comerciales y las medidas arancelarias. Incluso, el impulso significativo que tuvo posterior a la publicación de los resultados, sirvió como punto de equilibrio ante las noticias arancelarias y datos macroeconómicos que inyectaron volatilidad al mercado.

3 COMPAÑÍAS CON MAYOR CAPITALIZACIÓN DE MERCADO (Miles de Millones)



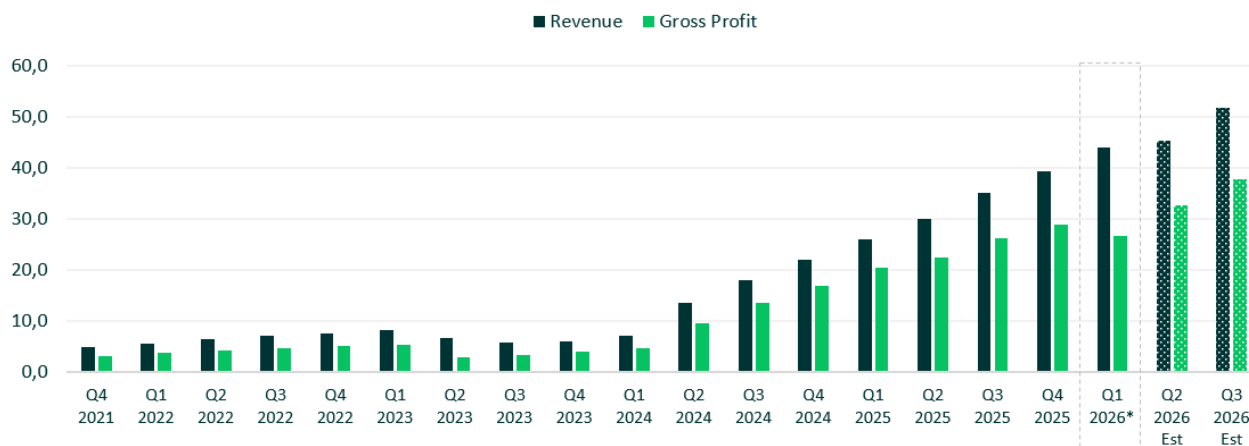
NVIDIA redefine el ritmo del mercado: principales conclusiones:

El negocio de NVIDIA mantiene su dinámica de crecimiento, con resultados fiscales del primer trimestre que superaron las expectativas del mercado, a pesar de la exclusión prácticamente total de uno de los principales destinos globales para chips de inteligencia artificial avanzados: China. Estas son las principales conclusiones que dejó esta ronda de resultados:

→ **Sólido desempeño operativo, pero el impacto de China fue importante:** En el primer trimestre del ejercicio fiscal 2026, NVIDIA reportó una ganancia ajustada por acción (EPS ajustado) de USD 0,81, superando el consenso del mercado, que se ubicaba en USD 0,73. Excluyendo el efecto puntual de USD 4.500 millones por exceso de inventario relacionado con su chip H20 —diseñado para cumplir con regulaciones específicas del mercado chino— el EPS habría alcanzado USD 0,96.

En términos de ingresos, la compañía generó USD 44.100 millones, por encima de los USD 43.300 millones estimados, lo que representa un crecimiento interanual del 69%. No obstante, NVIDIA indicó que, de no mediar las políticas de control a la exportación y las tensiones comerciales, los ingresos podrían haber sido USD 8.000 millones más elevados, reflejando la magnitud del impacto de las restricciones sobre su negocio global. **Aun así, el crecimiento reportado demuestra que el impacto fue significativamente menor al temido, gracias a la fortaleza del negocio en otros mercados y segmentos estratégicos.**

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE INGRESOS Y GANANCIAS BRUTAS DE NVIDIA

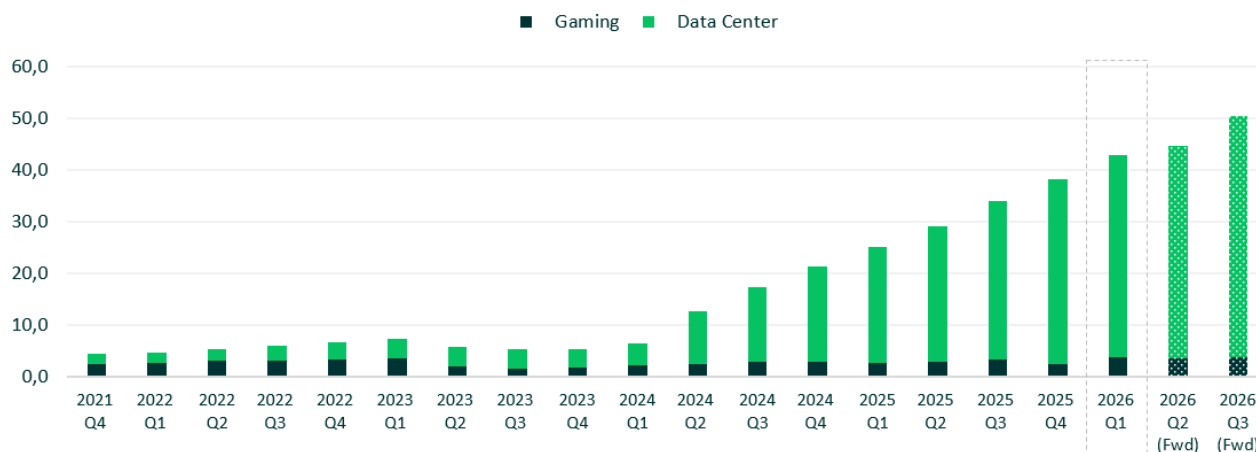


*Los resultados del 1T 2026 de NVIDIA corresponden al primer trimestre de su año fiscal, que finalizó el 27 de abril de 2025, y coincide con el primer trimestre del calendario 2025, dado que la compañía opera con un año fiscal distinto al calendario. Cifras en Miles de Millones.

→ **Ingresos sectoriales - La unidad de centros de datos reafirma su liderazgo como principal motor de crecimiento:** Durante el primer trimestre fiscal, los ingresos provenientes de la división de centros de datos alcanzaron los USD 39.100 millones, lo que representa **un crecimiento interanual del 73%**. Aunque el dato se ubicó levemente por debajo del consenso de mercado (USD 39.200 millones), continúa reflejando una expansión robusta y sostenida. La compañía indicó que los grandes proveedores de servicios en la nube concentraron cerca del 50% de los ingresos generados por esta unidad, subrayando la relevancia estratégica del segmento en el ecosistema global de infraestructura de IA. Dentro de esta línea de negocio, NVIDIA también reportó una recuperación notable en los ingresos por redes, que escalaron hasta los USD 5.000 millones, un incremento secuencial del 64% y un avance interanual del 56%, tras un trimestre anterior débil en el que había registrado USD 3.000 millones. En paralelo, la compañía anunció avances clave en su nueva arquitectura Blackwell: se realizaron los primeros envíos de prueba del servidor de inteligencia artificial Blackwell Ultra GB300 NVL72 a clientes seleccionados, y se espera que la producción en volumen comience hacia finales del presente trimestre.

Videojuegos: sólido repunte y adopción de nuevas arquitecturas: Por su parte, la división de videojuegos —*históricamente el núcleo del negocio de NVIDIA*— sorprendió al reportar ingresos por USD 3.800 millones, superando holgadamente las estimaciones del mercado (USD 2.850 millones). Esto implicó un crecimiento secuencial del 48% y una expansión interanual del 42%, impulsada por la fuerte demanda de nuevos productos basados en la arquitectura Blackwell.

INGRESOS POR SEGMENTO (Miles de Millones)



→ **Origen geográfico de los ingresos:** Las restricciones a la exportación de chips avanzados a China representan un riesgo potencial para las proyecciones de crecimiento de NVIDIA. No obstante, la compañía continúa ampliando su presencia en nuevos mercados estratégicos que podrían mitigar ese impacto. En particular, los recientes acuerdos de "IA soberana" firmados con Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos reflejan un creciente interés por parte de estos países en desarrollar infraestructura de inteligencia artificial localmente, financiada con recursos estatales. Si bien no se especificaron fechas, la CFO Colette Kress anticipó que los ingresos provenientes de estos convenios comenzarán a materializarse en el corto plazo.

Desde el punto de vista geográfico, Singapur representó un 20% de los ingresos totales del trimestre (USD 9.000 millones). Aunque la compañía ya había aclarado en trimestres anteriores que muchos clientes prefieren estructurar sus compras a través de ese país por razones fiscales o logísticas, esta vez agregó un dato relevante: el 99% de los productos de IA (modelos H100, H200 y B200) facturados desde Singapur corresponden a pedidos de clientes con sede en Estados Unidos.

Esta aclaración contribuye a reducir la incertidumbre del mercado respecto a una posible exposición indirecta al mercado chino. De igual forma, cualquier ingreso residual relacionado con China, en caso de existir, no debería tener impacto material en las estimaciones financieras ni en la tesis de inversión sobre NVIDIA.

→ **La demanda por infraestructura de IA continúa acelerándose a escala global:** En su comunicado de resultados, el CEO de NVIDIA, Jensen Huang, destacó el dinamismo del mercado: *"La demanda mundial por nuestra infraestructura de inteligencia artificial se mantiene excepcionalmente fuerte. En el último año, la generación de tokens por procesos de inferencia se ha multiplicado por diez, y prevemos que esta tendencia se intensificará a medida que los agentes de IA se vuelvan cada vez más prevalentes. Esto impulsará una nueva ola de crecimiento en la demanda de capacidad computacional".*

Próximamente para NVIDIA

VARIACIÓN DEL PRECIO DE NVIDIA - EVENTOS



La previsión de ingresos de NVIDIA para el trimestre en curso (que finaliza en julio) presentó una leve divergencia respecto a las expectativas del mercado. La compañía proyectó un rango de ventas con un punto medio de USD 45.000 millones, levemente por debajo del consenso de analistas, que se ubicaba en USD 45.900 millones. **Se trata del primer ajuste a la baja desde el inicio del denominado "superciclo de IA" de la empresa hace dos años.**

Sin embargo, parte del mercado ya anticipaba un escenario más débil, y la moderación en la guía se explica, en gran medida, por factores fuera del control operativo de NVIDIA. En particular, la decisión de la administración Trump —anunciada a mediados de abril— de restringir la venta del chip H20 a China afectó directamente las proyecciones. **La compañía estimó que este evento tendrá un impacto negativo de USD 10.500 millones en ingresos combinados entre los trimestres de abril y julio.**

Al cuantificar explícitamente el efecto de las restricciones, NVIDIA logró clarificar que, en ausencia de este factor puntual, sus previsiones habrían implicado un crecimiento superior al esperado, ayudando a reducir la incertidumbre en torno a la evolución del negocio.

Nuestro View:

Los avances en inteligencia artificial continúan posicionándose como uno de los principales catalizadores estructurales para el crecimiento económico y corporativo a nivel global, y NVIDIA se mantiene como un actor clave en este proceso. Trimestre a trimestre, las métricas operativas de la compañía siguen reflejando una sólida ejecución y una capacidad destacada para capitalizar esta tendencia secular.

Desde una perspectiva de largo plazo, la apertura de nuevos mercados —particularmente a través de acuerdos estratégicos con gobiernos como Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos—

representa una oportunidad prometedora tanto para NVIDIA como para el ecosistema más amplio de empresas vinculadas a la IA. Este tipo de iniciativas refuerzan el potencial de crecimiento estructural, aunque es razonable esperar que la volatilidad asociada al entorno geopolítico y comercial, especialmente en lo relativo a la política arancelaria, continúe generando episodios de presión sobre su cotización.

Mantenemos una visión constructiva sobre los fundamentos de la compañía, destacando su capacidad de innovación y expansión de márgenes como elementos diferenciales. No obstante, como es habitual en nuestra estrategia, seguimos recomendando con énfasis una asignación diversificada a nivel sectorial y sobre todo regional en las carteras, priorizando compañías con valoraciones razonables y una sólida capacidad para atravesar contextos de incertidumbre.

Call to Action

Nota estructurada emitida por AIS Capital, diseñada para inversores con una visión alcista sobre NVIDIA a 12 meses, que ofrece un potencial rendimiento adicional del 20% a través de un mecanismo de bonus vinculado al desempeño del activo subyacente

Underlyings	Nvidia Corp
Tickers	NVDA UW
Currency	USD
Maturity	12 months
Barrier	80% (European)
Call Strike	120%
Participation	100%
Cap	140%
Bonus	20%
Bonus Trigger	100%

Subyacente: NVIDIA Corp

Ticker: NVDA UW (cotiza en Nasdaq)

Moneda: USD

Plazo: 12 meses

La nota está referenciada al comportamiento de la acción de NVIDIA, con vencimiento a un año.

Escenarios de vencimiento según el nivel de cierre de NVIDIA al finalizar los 12 meses:



- **NVDA < 80% del valor inicial:** El inversor incurre en la pérdida total del subyacente, participando en la caída en igual proporción.
- **80% ≤ NVDA < 100%:** Se devuelve el 100% del capital invertido.
- **100% ≤ NVDA < 120%:** Se paga el capital inicial más un **bonus del 20%**, independientemente de la variación puntual del subyacente.
- **120% ≤ NVDA < 140%:** Se paga el capital inicial más un rendimiento equivalente al 100% de la subida desde el 120% hasta el 140%.
- **NVDA ≥ 140%:** El rendimiento está **capeado en 140%**, por lo tanto, el inversor recibe ese máximo.

Ejemplo:

Valor actual de la acción: 134.48 USD

- Si a vencimiento, la acción ha perdido el 20% de su valor - Por debajo de **107.58 USD** - el inversor incurre en la pérdida.
- Si al vencimiento, el precio de la acción se encuentra entre **107.58 y 134.48 USD** - el cliente recupera el 100% del capital invertido.
- Si al vencimiento, el precio de la acción se encuentra entre **134.48% (100%) y 161,37%(120%)**, el inversor recupera el 100% del capital invertido **+ bonus del 20%**
- Si al vencimiento, el precio de la acción supera **161,37 USD**, el cliente obtiene la subida del subyacente hasta el **140%**
- Si al vencimiento, el precio supera los **188,27 USD (140%)**. El cliente recibirá ese máximo.

Fundamentals:

- NVDA ha cotizado entre \$100 y \$150 durante los últimos 12 meses manteniéndose estable en lo que va del 2025 y cotizando al mismo precio que hace un año. Sin embargo, muestra una valuación más atractiva, 25 veces su PER (frente a 30 veces hace un año), debido a mejoras en sus ganancias y cercana a su promedio de los últimos años.
- Observando el precio de los últimos años destacamos que NVDA tiene procesos de suba prolongada seguidos de meses de consolidación. Actualmente lleva casi un año en el mismo precio y pensamos que luego del buen reporte de ganancias de ayer puede iniciarse un proceso de suba.
- El precio objetivo a 12 meses del consenso de analistas es \$166 evidenciando una suba (+23%). Por lo tanto, esperamos para los próximos 12 meses que la acción tenga un rendimiento positivo.



- En este contexto, planteamos una estructura con un bonus de 20% si la acción está por encima del nivel actual y con una participación a la suba hasta 140%. En el caso de baja una barrera del 80%, dejando la valuación a niveles similares al mínimo de la última corrección de abril que fue una buena oportunidad de compra y no duró mucho en esos valores.

Nahuel Guevara**Portfolio Management Esp****Nataly Paez****Portfolio Management Esp****Departamento de Research & Estrategia de Inviu**research@inviu.com.uy

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 modificaran 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.

