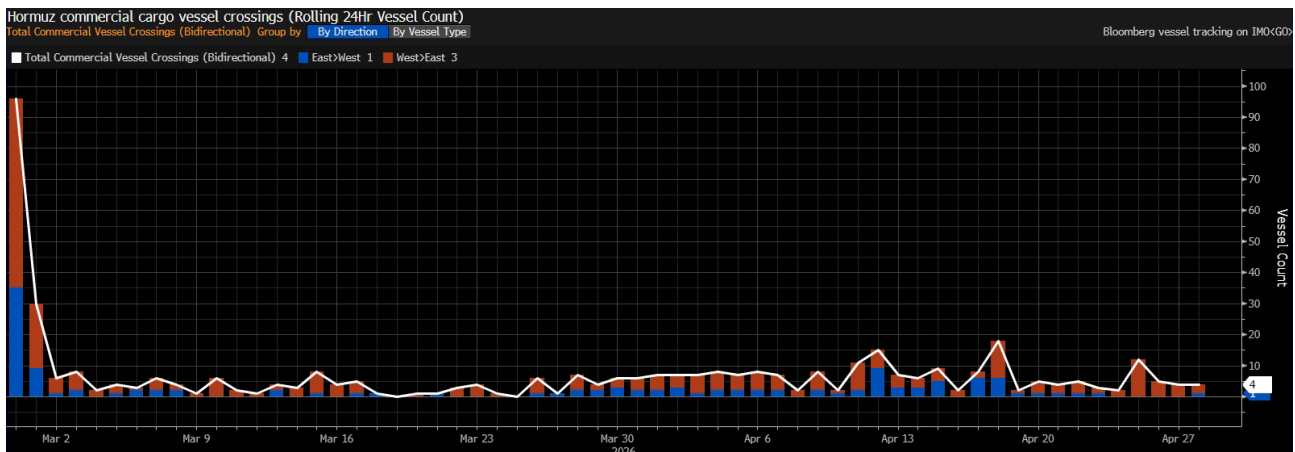


Global Weekly Report #58

Los Efectos de Segundo Orden de la Disrupción Global

La cadena de valor alimentaria y su talón de Aquiles energético

La operación “Epic Fury” va camino a cumplir los 2 meses de vida entre amenazas, rondas de negociación, y extensiones de altos al fuego. Con tantos titulares engañosos e inconducentes para poder tomar una sana decisión de inversión, la única realidad es lo físicamente observable: *el paso de buques comerciales por el estrecho de ormuz sigue estando más cercano a cero que a los niveles previos al conflicto, el crudo Brent se acomoda tranquilamente por encima de los USD 100, y el explosivo salto al alza de los fertilizantes complejiza la labor de los farmers siguen siendo hecho palpables.* El mercado físico difiere de la visión altamente optimista del mercado toda vez que las disrupciones se mantienen vivas.



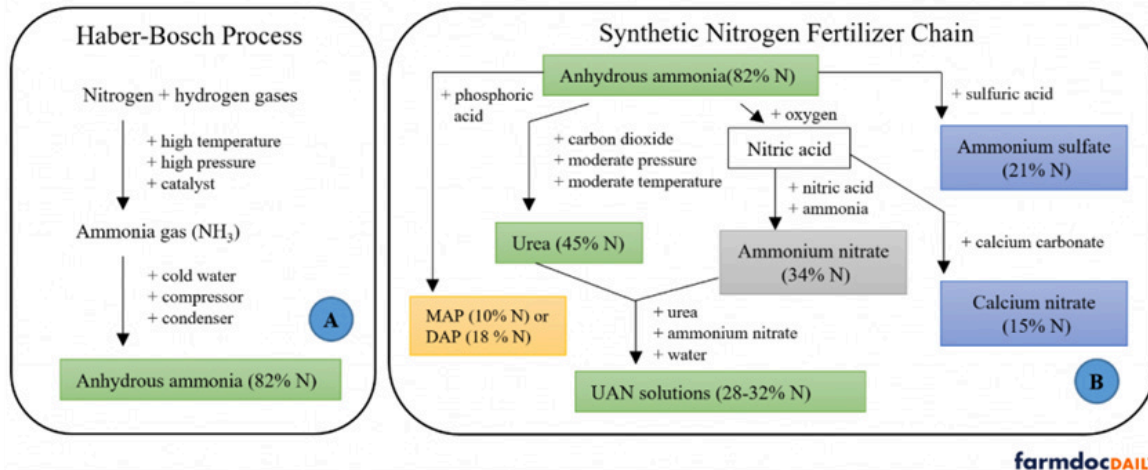
Todo dependerá, como desde el primer momento, de la pregunta más importante y difícil de responder: **¿Hasta cuándo se extenderán las consecuencias del enfrentamiento?**

Al inicio de la disputa, la lógica de primer orden ha sido visible en la buena performance de los activos ligados al petróleo. Sin embargo, si el conflicto mantiene su llama en el tiempo, comenzaremos a ver en full-play los efectos de segundo orden y notaremos la importancia de una de las más fuertes dependencias para la industria agrícola como lo es el **fertilizante sintético**.

El suelo como sistema: por qué los cultivos necesitan la triada N-P-K

Una inexplicable cantidad de población mundial debe su alimentación directamente al proceso Haber-Bosch, el mecanismo químico que en el siglo XX aprendió a extraer nitrógeno del aire para convertirlo en amoníaco utilizando gas natural como materia prima fundamental. Sin él, los rindes agrícolas se desplomarían.

Figure 1. Diagram of the Haber-Bosch process (A) and a simplified scheme showing different nitrogen fertilizers and products obtained from anhydrous ammonia (B). N: nitrogen; MAP: monoammonium phosphate; DAP: diammonium phosphate; UAN: urea-ammonium nitrate.



La ecuación es inmutable: el metano (CH₄) se reforma en hidrógeno (H₂), que se combina con nitrógeno atmosférico bajo alta presión para producir amoníaco (NH₃), el precursor de todo el arsenal de fertilizantes nitrogenados que sostiene la Revolución Verde. **Cuando el gas no llega (porque Ras Laffan fue atacado, porque el Estrecho está cerrado, porque los barcos no transitan u otras razones), las plantas de amoníaco se apagan, independientemente del precio; cuando no hay amoníaco, no hay urea; cuando no hay urea, los cultivos pierden su nutriente más crítico y los rendimientos caen, dando forma a la escasez de materia prima actual que la distingue de una mera disrupción comercial.**

Las plantas requieren 16 elementos esenciales para completar su ciclo de vida. De ellos, tres son obtenidos del aire y del agua (carbono, hidrógeno y oxígeno) sin intervención del suelo. Los trece restantes provienen del suelo, y entre ellos existe una jerarquía clara de importancia y de consumo. En la base de esa jerarquía, los que definen en última instancia la productividad del sistema agrícola moderno, se encuentran tres: **nitrógeno (N), fósforo (P) y potasio (K).**

Símbolo	Nutriente	Función principal	Síntoma de deficiencia	Cultivos más demandantes
N	Nitrógeno	Crecimiento vegetativo; síntesis de clorofila y proteínas. Impulsa el crecimiento de hojas y tallos.	Hojas amarillas o pálidas (cloróticas), especialmente en las más viejas. Tallos débiles.	Maíz (150-180 lb/ac), cereales, verduras de hoja (lechuga, espinaca).
P	Fósforo	Desarrollo de raíces y flores; transferencia de energía (ATP). Esencial en las etapas iniciales del cultivo.	Tonos rojizos o morados en hojas. Formas retorcidas, retraso en la madurez.	Raíces (zanahorias, papas), legumbres, frutales en floración.
K	Potasio	Resistencia hídrica, tolerancia a	Bordes y puntas de hojas quemados	Frutales (tomate, banana), papa,



Símbolo	Nutriente	Función principal	Síntoma de deficiencia	Cultivos más demandantes
		enfermedades y sequías. Mejora calidad y tamaño del fruto.	(necrosis marginal). Frutos pequeños, mala calidad.	remolacha azucarera, algodón.

Fuente: University of Minnesota Extension; Quick guide to fertilizing plants, 2026.

El **nitrógeno es el motor del crecimiento visible**: estimula la producción de clorofila y es el componente central de los aminoácidos que forman las proteínas de la planta. En términos agronómicos, es el nutriente que determina en mayor medida la velocidad y el volumen de la biomasa producida. Un cultivo de maíz bien fertilizado con nitrógeno puede producir entre 150 y 200 quintales por hectárea; el mismo cultivo sin nitrógeno adecuado puede no superar los 30.

La forma más eficiente y barata de proveer nitrógeno al suelo es a través de **fertilizantes nitrogenados sintéticos: urea, amoníaco anhidro, nitrato de amonio y soluciones de urea-amoníaco (UAN)**. Todos ellos son derivados de un único precursor: el amoníaco (NH_3). Y el amoníaco, a su vez, requiere para su síntesis un insumo que no tiene sustituto en la escala requerida: *el gas natural*. Esta dependencia es el eslabón que conecta el conflicto en el Estrecho de Hormuz con la disponibilidad de fertilizante nitrogenado en los campos de India, Bangladesh y el Corn Belt de EEUU.

Si el nitrógeno es el activo de crecimiento, **el fósforo es la infraestructura**. Su función central es el desarrollo del sistema radicular (la red subterránea que ancla la planta, absorbe agua y nutrientes, y determina su capacidad de adaptación a condiciones de estrés) y la transferencia de energía celular a través del ATP, la molécula que es literalmente la moneda energética de todos los seres vivos. Sin fósforo suficiente, la planta no puede desarrollar raíces profundas ni florecer con normalidad; los síntomas se manifiestan como tonos rojizos o morados en las hojas y como una maduración retrasada e irregular.

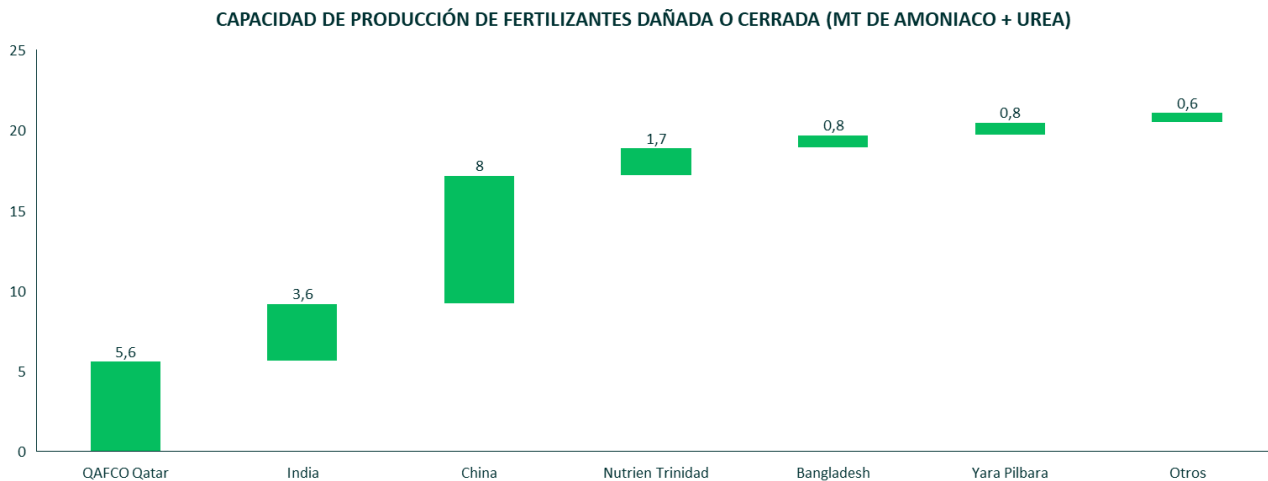
A diferencia del nitrógeno, que puede sintetizarse desde el aire, el fósforo comienza su vida en el subsuelo: se extrae de la roca fosfática (un mineral de origen geológico acumulado en millones de años), que luego debe ser procesada químicamente para transformarse en una forma que las raíces puedan absorber. Ese procesamiento requiere la adición de ácido sulfúrico, lo que crea una segunda dependencia de insumos críticos. **El 44% al 50% del comercio marítimo mundial de azufre transita por el Estrecho de Ormuz.**

El **potasio es el nutriente que trabaja sin llamar la atención hasta que falta**. No impulsa el crecimiento vegetativo ni construye raíces, sino que regula la apertura y cierre de los estomas (los poros foliares que controlan la transpiración y la absorción de CO_2), mejora la retención de agua en los tejidos, refuerza las paredes celulares que resisten enfermedades y plagas, y es determinante para la calidad final del fruto (su tamaño, su densidad de nutrientes y su vida útil post cosecha).

A diferencia de los otros dos miembros de la triada, el potasio no depende de procesos químicos industriales intensivos en energía, sino que se obtiene directamente de depósitos subterráneos de sales ricas en potasio. Su cadena de valor es fundamentalmente minera, no química. Esto lo hace relativamente menos vulnerable a los shocks de precio de la energía (aunque altamente concentrado geopolíticamente en Rusia, Bielorrusia y Canadá). Una temporada sin potasio produce cultivos más débiles y fruta de menor calidad, pero, a diferencia del nitrógeno y el fósforo, puede omitirse sin consecuencias agrícolas absolutamente irreversibles en el corto plazo.



El mercado ha comenzado a reconocer la disrupción comercial en el precio del fertilizante, pero aún no descuenta una crisis de materias primas. Las plantas productoras no están cerrándose porque la urea sea demasiado cara de vender, sino porque el gas natural que necesitan simplemente no está llegando. Un total de 21,1 millones de toneladas anuales de capacidad combinada de amoníaco y urea estaban offline o severamente restringidas:



Calendario de catalizadores

El elemento más crítico es que el calendario agrícola no espera a la diplomacia. Cada semana de restricción de fertilizantes durante una ventana de siembra abierta cierra permanentemente un porcentaje del potencial de rendimiento de esa temporada.

Fecha	Evento	Relevancia para la Tesis
Fin de abril	Datos UNICA (azúcar/etanol)	Primera lectura quincenal de la molienda brasileña. Si la asignación a etanol supera el 50%, la erosión del excedente de azúcar se vuelve visible en datos duros.
Mayo 9	WASDE (USDA)	El informe de oferta/demanda agrícola mundial capturará el desplazamiento de acreaje desde maíz hacia soja. Confirmará o desmentirá el daño de nitrógeno en intenciones de siembra.
Mayo 15	Cierre seguro prevención de siembra	Fecha límite del Corn Belt de EEUU. Después de esta fecha, el daño en rendimiento del maíz es estructuralmente irreversible para la campaña 2026.
Junio	Temporada kharif de India	El monzón activa la siembra de verano india. Si el fertilizante no está disponible, India Sub-fertilizará 252 millones de hectáreas con consecuencias permanentes sobre el rendimiento.
Jun–Ago	Pico de molienda UNICA	La asignación de caña entre azúcar y etanol se consolida en estos meses. Determina si el superávit de azúcar global sobrevive al año.



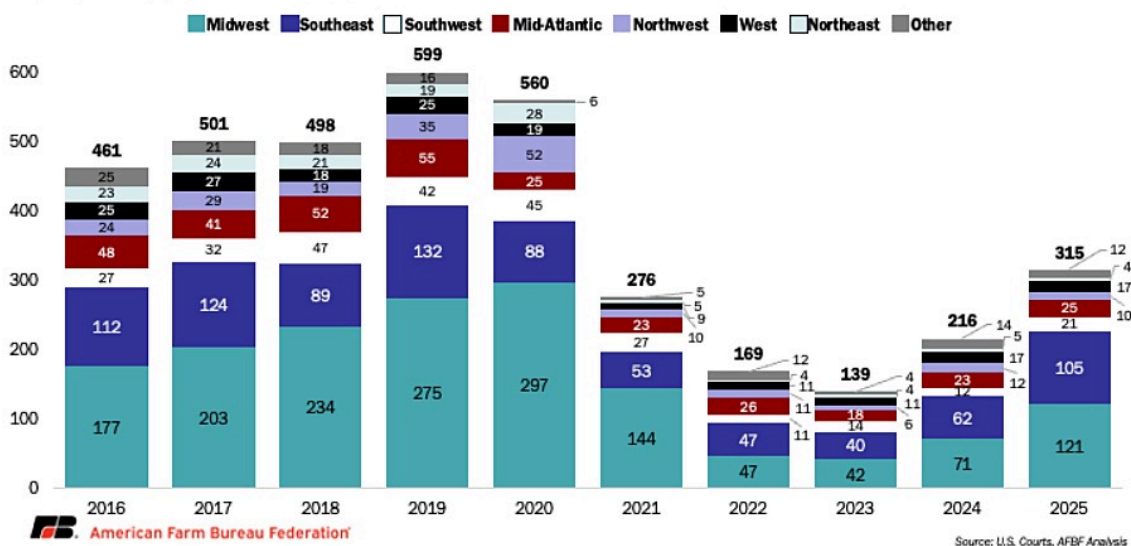
Fecha	Evento	Relevancia para la Tesis
Octubre	Siembra Brasileña	Siembra en octubre. Si los fertilizantes fosfatados escasean (azufre vía Hormuz), el daño se extiende al ciclo agrícola del hemisferio sur.

Por si fueran pocos problemas, analistas de UBS comunicaron a sus clientes el jueves que las condiciones de sequía en el cinturón agrícola de Estados Unidos se encuentran entre las peores de los últimos 130 años. El Índice de Severidad de la Sequía de Palmer de la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica alcanzó su nivel más alto para marzo desde que comenzaron los registros en 1895, y marzo fue el tercer mes más seco registrado.

El principal efecto de la sequía en las tierras de cultivo es un impacto directo en la producción: menor humedad del suelo, germinación más débil, menores rendimientos, peor calidad de los cultivos, menor producción agrícola y mayores costos de producción (diésel y fertilizantes), que pueden transmitirse a través de las cadenas de suministro de alimentos a precios minoristas más altos, menor suministro para los procesadores y presión sobre la seguridad alimentaria. A día de hoy, ya el 70% de los agricultores estadounidenses afirma que no podrá comprar todo el fertilizante que necesita en 2026. Mientras, las quiebras de Granjas en EE.UU. aumentaron +46% en 2025 mientras los costos de fertilizantes sólo echan nafta al fuego. La American Farm Bureau Federation reportó 315 presentaciones de quiebras del Capítulo 12 en 2025, un aumento considerable desde las 216 en 2024 y el tercer incremento anual consecutivo.

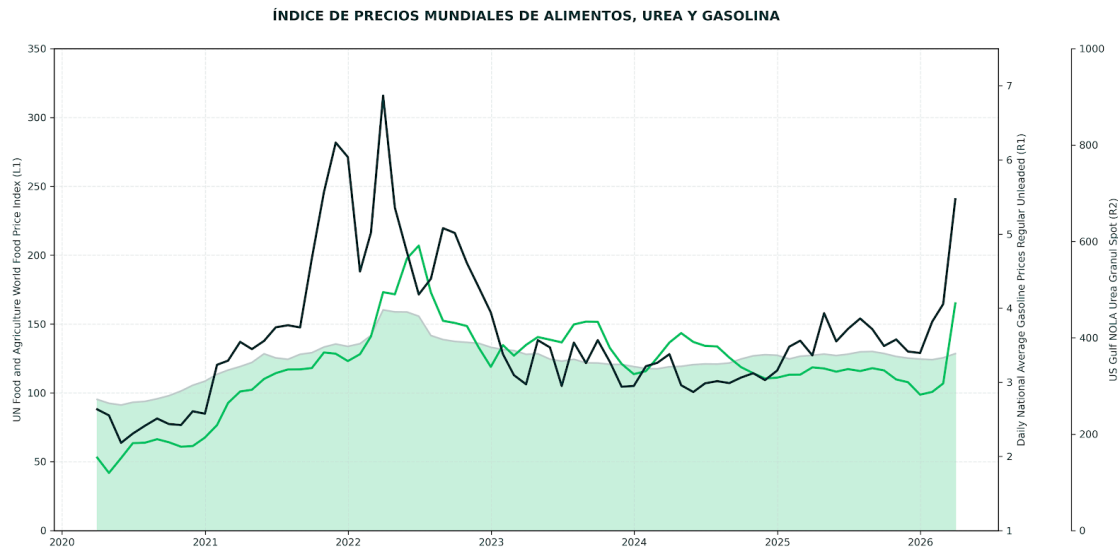
Chapter 12 Farm Bankruptcies Filed By Region

2016-2025 | Jan. 1 – Dec. 31



No olvidemos que, con los precios elevados de los fertilizantes y el diésel, esto solo sugiere que el Índice Mundial de Alimentos de la FAO debería subir a finales de este año.





Call To Action

El posicionamiento surge de la arquitectura de riesgo del conflicto: se requieren activos que generen retorno positivo si la guerra escala y activos que lo generen si hay paz, de modo que el calendario agrícola trabaje a favor del portafolio en cualquier escenario.

El 15 de mayo es la fecha límite del seguro de prevención de siembra del Corn Belt. El monzón de India llega en junio con el fertilizante que haya o que no haya. La molienda brasileña comenzó el 1° de abril. El WASDE del 9 de mayo y los datos quincenales de UNICA de fines de abril son las primeras señales de confirmación o invalidación de la tesis.

Además del aumento vertiginoso de los precios de los fertilizantes y la creciente preocupación por el suministro mundial, los últimos datos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos mostraron que los agricultores estadounidenses planean sembrar menos hectáreas este año de lo que se esperaba anteriormente: el USDA informó que la superficie cultivada alcanzó los 34,3 millones de hectáreas, por debajo de las expectativas. La siembra de trigo, de 17,7 millones de hectáreas, también quedó por debajo de las estimaciones. La siembra de trigo, maíz y soja fue 0,4 millones de hectáreas inferior a lo previsto.

Dentro de los vehículos para invertir, pueden ser de futuros de commodities, o de empresas de agroindustria:

ETFs Commodities Agrícolas

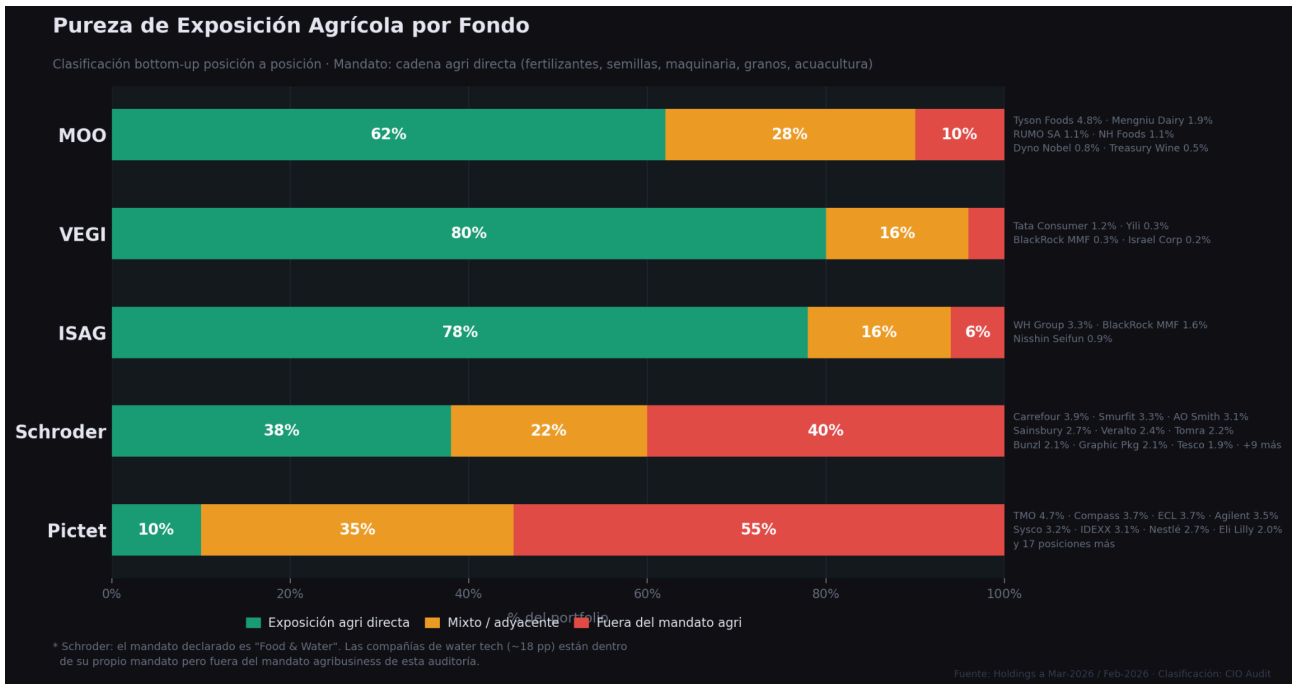
[WisdomTree Agriculture \(AIGA\)](#): ETC diseñado para ofrecer a los inversores una exposición de rentabilidad total a una cesta de contratos de futuros agrícolas replicando el índice Bloomberg Commodity Agriculture Subindex 4W Total Return (BCOMAG4T) siguiendo el índice Bloomberg Agriculture Sub Excess Return y proporcionando ingresos por intereses ajustados para reflejar las comisiones y los costos asociados al producto.



Ticker	Name	Expiration	Exchange	Weight (%)#↓	Settlement Price
S N6	CBOT Soybean	JUL 26	Chicago Board of Trade	18.390843	1192
C N6	CBOT Corn	JUL 26	Chicago Board of Trade	17.849540	469 ³ / ₄
BON6	CBOT Soybean Oil	JUL 26	Chicago Board of Trade	12.616719	71.67
W N6	CBOT Wheat	JUL 26	Chicago Board of Trade	10.171452	629 ³ / ₄
SMN6	CBOT Soybean Meal	JUL 26	Chicago Board of Trade	9.678889	327.80
SBN6	NYBOT CSC Number 11 World Sugar	JUL 26	ICE Futures US Softs	8.460958	13.97
KWN6	KCBT Hard Red Winter Wheat	JUL 26	Chicago Board of Trade	6.995115	675 ³ / ₄
KCN6	NYBOT CSC C Coffee	JUL 26	ICE Futures US Softs	6.884444	288.50
CTN6	NYBOT CTN Number 2 Cotton	JUL 26	ICE Futures US Softs	6.016618	79.58
CCN6	NYBOT CSC Cocoa	JUL 26	ICE Futures US Softs	2.935421	3,296.00

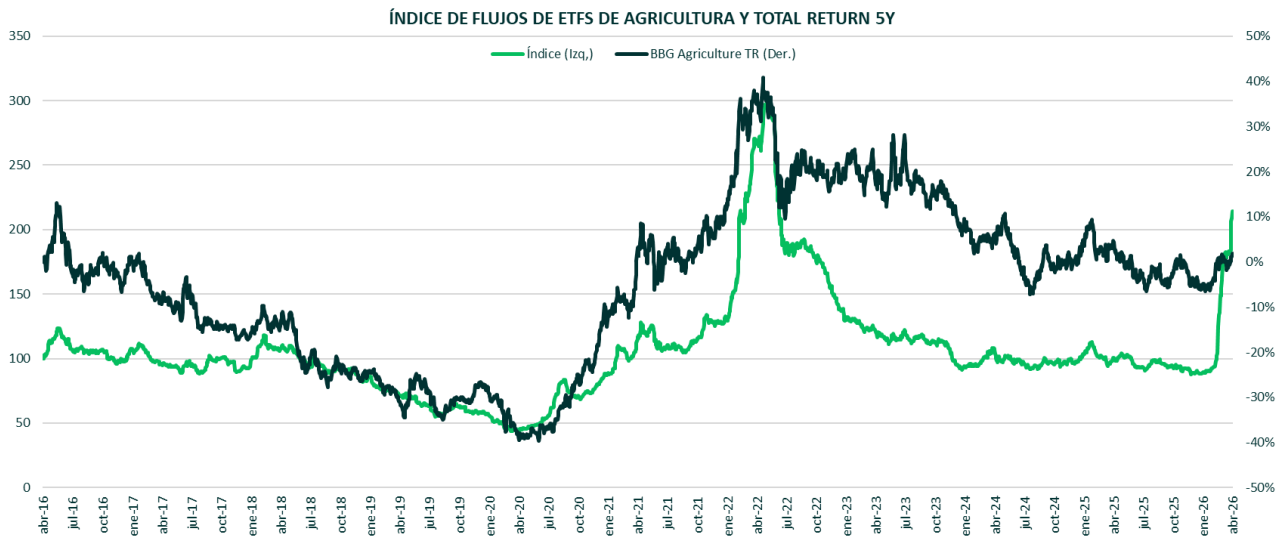
ETFs Empresas de Agroindustria

Para quienes quieren apostar por empresas del sector y no por el commodity, recomendamos [iShares Agribusiness UCITS ETF \(ISAG\)](#). El Fondo busca replicar la rentabilidad del S&P Commodity Producers Agribusiness Index compuesto y cuenta con una de las mayores purezas en la exposición de empresas a la industria agrícola de manera directa (junto a \$VEGI, su par domiciliado en US)



Una cuestión interesante a destacar es que, a diferencia de 2022 donde los precios reaccionaron antes que los flujos, en este episodio, al ser un efecto de segundo orden, los flujos están respondiendo fuertemente al alza como cobertura antes de que los precios lo hagan.





El rearme europeo avanza, la industria doméstica no

La macro europea no acompaña. Alemania cortó su proyección de GDP de 1% a 0,5% la semana pasada, citando el impacto de la guerra en Irán sobre suministros y energía. Pero el deterioro es más profundo: *la producción industrial alemana cayó cada año desde 2022, acumulando cinco años de contracción o estancamiento*. La Federación de Industrias Alemanas directamente eliminó su forecast de crecimiento para 2026 y espera ahora una actividad plana o negativa. El Manufacturing PMI alemán tocó fondo en diciembre de 2025 (47,5) y de ahí arrancó una recuperación que lo llevó a 50,9 en febrero y 52,2 en marzo, cruzando por primera vez en más de dos años la barrera de 50 que separa contracción de expansión. El problema es que el impulso duró poco: abril ya marca 51,2 y el Composite PMI se desplomó a 48,3, primera contracción del sector privado alemán desde mayo 2025.

Lo que se ve es un rebote técnico que no logra sostenerse en lugar de la recuperación real que buscamos. A nivel eurozona el Manufacturing PMI llegó a 51,6 en marzo, pero hay que ponerlo en contexto: la producción absoluta sigue 8-10% debajo del pico pre-COVID. Francia crece por debajo del potencial, Italia se sostiene con turismo y los últimos fondos del PNRR (Plan de Recuperación para Europa), y Europa del Este asume el impacto directo del conflicto vía energía y disrupciones logísticas en el Golfo.

Los presupuestos de defensa, en cambio, explotan en sincronía.



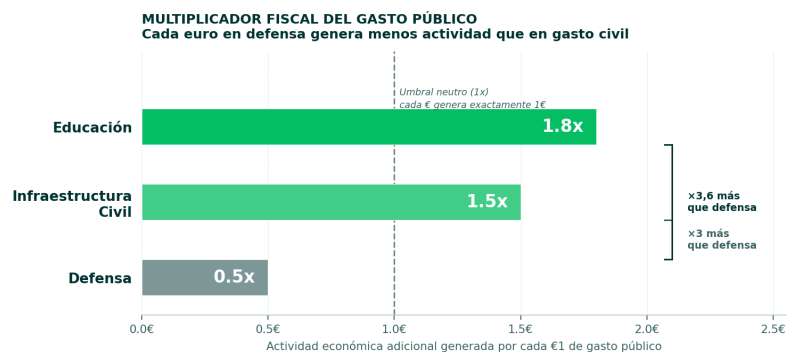
País	Gasto Defensa 2025	Gasto Defensa 2026E	% PIB 2026E	Target NATO 2035
Alemania	~EUR 83B	EUR 108B (+25% YoY)	~3,2%	5,0%
Francia	EUR 60B	EUR 68,5B (+14% YoY)	~2,25%	5,0%
Polonia	~EUR 32B	~EUR 38B (+19% YoY)	~4,5%	5,0%
Italia	~EUR 30B	~EUR 35B (+17% YoY)	~2,0%	5,0%
UK	~GBP 58B	~GBP 64B (+10% YoY)	~2,5%	5,0%

Fuentes: NATO Defence Expenditures, Atlantic Council, Breaking Defense, estimaciones propias.

Para dimensionar: en 2014 solo tres aliados de la OTAN cumplían el target de 2% del PIB. En 2025, por primera vez, los 32 miembros lo superaron. Y el target ahora se triplicó: en la cumbre de La Haya (junio 2025) se comprometieron a 5% del PIB para 2035, con piso intermedio de 3,5% en gasto militar estricto. La mayoría de los miembros grandes todavía tiene que duplicar su esfuerzo.

El multiplicador fiscal del gasto militar en Alemania es de máximo 0,5x (según Krebs y Kaczmarczyk). Cada euro que el Estado pone en defensa genera 50 centavos de actividad económica adicional. Si ese mismo euro fuera a infraestructura civil o educación, el efecto sería dos a tres veces mayor. Los contratos van a un puñado de firmas especializadas (Rheinmetall, Hensoldt, KNDS) y los productos finales no generan cadenas productivas amplias.

El resultado es que el Estado está absorbiendo una masa enorme de recursos fiscales, financieros y humanos que quedan encapsulados en el sector defensa y con menor alcance al resto de la economía. *No obstante, Europa necesita mantener su política de rearme y fortalecimiento de defensa a la par de buscar una soberanía energética que tanto le ha costado.*



Fuente: Krebs & Kaczmarczyk (2024). El multiplicador mide cuántos euros de actividad económica adicional genera cada euro de gasto público. Defensa = 0,5x → €1 gastado genera solo €0,50 de actividad extra. Infraestructura = 1,5x → €1 genera €1,50 extra (el triple que defensa).

Y no es solo un argumento alemán. Francia comprometió EUR 42 mil millones adicionales en la revisión de la ley de programación militar de abril (nuevo programa de tanques, ampliación naval). Italia planea duplicar su gasto en cuatro años desde mínimos reales de 2022. Polonia, el más agresivo, llega a 4,5% del GDP y apunta al 5% antes de 2027.

La divergencia en equity ya es medible. El DAX cotiza cercano a sus máximos históricos, pero sus componentes son multinacionales globales (SAP, Siemens, Allianz) que no dependen de Alemania. En cambio, el MDAX, mid-caps más domésticas, se encuentra -16.6% debajo de su máximos, alcanzado en agosto de 2021.



El índice de defensa europea tuvo un 2025 espectacular, pero un 2026 poco brillante con acciones en terreno de corrección. Asimismo, creemos que no cambia la estructura del view: El backlog de Rheinmetall cerró 2025 en EUR 64 mil millones, el guidance de ventas es +40-45% para 2026, y el pipeline de gasto soberano recién empieza a ejecutarse.

Además, la debilidad relativa del 2026 es una historia de múltiplos: Para el índice **MSCI Europe Aero & Defense** queremos destacar la composición de los rendimientos: El EPS pasó de 18 a 22,3 (+24%) y el P/E forward comprimió de 35x a 29x. El precio subió impulsado íntegramente por el crecimiento de ganancias, sin expansión de múltiplos. En un sector con esta visibilidad de ingresos a 10 años, lo esperable sería que el mercado acompañe con un re-rating al alza. No lo hizo, y ahí es donde creemos que está la oportunidad de seguir manteniéndonos long.

Defensa pesa menos del 2% del STOXX 600, lo que lo hace invisible para fondos grandes que se miden contra el índice. Pero además, una porción enorme del capital institucional europeo todavía tiene restricciones para comprar. Los fondos ESG Article 8 y Article 9 excluían defensa por default. El fondo soberano de Noruega (USD 1,8 trillones, el más grande del mundo) tiene a BAE, Airbus, Thales y otros 250 nombres en lista de excluidos. Hay una comisión revisando esas reglas, con recomendaciones en octubre 2026 y voto en junio 2027.

La situación está cambiando. En 2022 los fondos ESG activos tenían 0,6% de exposición a defensa, hoy subió a 2,5%. UBS, Allianz y Danske Bank relajaron filtros entre 2025 y 2026. Los fondos temáticos de defensa se duplicaron a 30 y los inflows sumaron EUR 2,5 mil millones solo en enero-febrero 2026. Pero el grueso del capital institucional europeo está afuera o recién entrando.

El riesgo principal es de timing y valuación. Después de dos años de rally excepcional, cualquier decepción de resultados puede generar toma de ganancias agresiva en un mercado con limitada liquidez. El recorte de 10-25% desde máximos en 2026 mostró esa dinámica. Pero con backlogs amplios y compromisos OTAN que se ejecutan en la próxima década, el riesgo de desaceleración estructural de earnings es bajo.

Mantenemos el overweight.



Nahuel Guevara**Portfolio Management Specialist****Gianluca Piazza****Portfolio Management Analyst****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 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.

