

Junio 2025

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	May	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.6%	3.3%	5.9%	9.1%	5.9%	6.2%	4.4%	5.2%	10.4%
Benchmark	2.7%	3.1%	5.9%	9.5%	6.1%	5.1%	3.8%	4.0%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-7	20	4	-37	-14	112	56	123	
Acciones	5.3%	4.8%	7.6%	11.9%	8.6%	10.1%	5.6%	4.2%	15.2%
Benchmark	5.3%	4.9%	7.8%	12.2%	9.1%	10.0%	5.6%	3.8%	15.1%
Renta Fija	0.1%	1.4%	3.8%	6.7%	3.1%	0.5%	2.0%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.1%	1.3%	3.8%	6.7%	2.9%	0.1%	1.7%	3.6%	6.5%
Caja	0.4%	1.1%	1.8%	4.8%	4.5%	2.7%	1.9%	1.7%	0.7%
Oro	-0.7%	15.6%	25.6%	39.6%	21.2%	13.6%	10.6%	11.0%	15.0%

Resultados al 31 de mayo de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Too early to tell¹

Durante mayo, las acciones globales extendieron las alzas de abril, subiendo 5.5% en el mes -MSCI ACWI-. Se exacerbó el *momentum* positivo de las acciones estadounidenses tipo *growth*, y el Nasdaq subió un 9% en mayo. El mercado europeo siguió subiendo (USD 4.0% en el mes el Stoxx 600), al igual que Asia, mientras que en América Latina el desempeño se desaceleró y el mercado accionario subió 0.9% en dólares.

En el escenario global, continuaron bajando los ruidos comerciales y si bien las tensiones se mantienen, los escenarios más riesgosos se vuelven menos probables. Lo anterior permitió que el mercado accionario acentuara sus alzas y que el VIX (índice de volatilidad implícita del mercado accionario estadounidense) bajara de ~25% al cierre de abril hasta ~19% a fines de mayo. Por el lado de las tasas, el MOVE (que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro americano) logró bajar de los 100 pts., oscilando en torno a ese nivel a lo largo del quinto mes del año.

A pesar de la menor volatilidad, las tasas de interés fueron las protagonistas, y el mayor ruido fiscal proveniente de la “One, Big, Beautiful Bill” (OBBA en adelante) y la eventual negociación del límite de endeudamiento federal (*debt ceiling*), impulsaron las tasas largas de los bonos del Tesoro estadounidense al alza. En este sentido, la tasa del bono del Tesoro de 30 años cerró sobre 5% por 3 días consecutivos durante mayo, para ceder las últimas dos semanas y cerrar el mes en 4.93% (+25 pbs. en comparación al cierre de abril).

Índice

Too early to tell.....1

Asignación de Activos | Junio 20254

Resultados TAACo Global | Mayo 202523

Desempeño Histórico.....24

Mayo fue positivo para las acciones globales

Disminuye volatilidad de renta fija y variable

Curva de tasas se empina por ruidos fiscales

¹ “Demasiado pronto para saberlo”, canción de Carl Wilson

Todo lo anterior llevó a disminuir el apetito de los inversionistas globales por los papeles de mayor duración alrededor del mundo, lo que puede situar a EE.UU. en una situación fiscal más compleja en el horizonte próximo. Tras la aprobación del *debt ceiling*, que se espera sea en julio, el gobierno de Trump deberá financiar el déficit que la oficina del Presupuesto del Congreso (CBO en adelante) proyecta se mantenga ~6% del PIB a 2035.

Bajo apetito de inversionistas por bonos largos

Por el lado de datos económicos, la economía norteamericana pierde *momentum* y los datos comienzan a mostrar algo de desaceleración. Si bien la creación de empleo no agrícola en mayo sorprendió al mercado (139 mil nuevos puestos de trabajo), el registro conllevó una revisión significativa a la baja de los meses anteriores, restando 95 mil empleos entre abril y marzo. Hacia adelante, datos económicos más magros significarán una fuerza en sentido contrario a los ruidos fiscales, favoreciendo un escenario de tasas más bajas. Sin embargo, en el corto plazo, es probable que la compleja situación fiscal no logre ser compensada por la publicación de datos económicos que decepcionan, y las perspectivas para la renta fija sean negativas.

Hacia adelante, la desaceleración económica favorecerá un escenario de tasas más bajas

Por el lado de las tensiones comerciales, no se han logrado grandes acuerdos, pero el mandatario estadounidense ha mantenido una comunicación continua con sus pares de China, México y Europa, aun cuando a este último amenazó con subirle los aranceles a 50%, además de duplicar los impuestos al acero y aluminio hasta 50%. Hacia adelante, cómo se medien las relaciones entre los tres grandes protagonistas del conflicto comercial será determinante en las fluctuaciones de los mercados globales, y eventuales disputas podrán traer nuevas fuentes de volatilidad.

Las relaciones entre EE.UU., Europa y China impactarán a los mercados globales

La tendencia de diversificación fuera de EE.UU. ha extendido la debilidad del dólar. En lo corrido del año, el DXY ha perdido el 8.7% de su valor (al 10 de junio), lo que podría sugerir que bajas de la divisa hacia adelante serán más acotadas, pero podrían continuar. La debilidad del dólar aumenta el poder adquisitivo del resto del mundo, y gatilla alzas en los precios de *commodities*, que en el escenario actual se han concentrado en los metales industriales y los *soft commodities*. La historia nos muestra que, en este tipo de situaciones, mercados accionarios de regiones emergentes exportadoras de esta clase de materias primas se favorecen, como Latinoamérica.

El dólar débil y alza en precios de *commodities* favorece a exportadores, como Latinoamérica

A su vez, la actualización de proyecciones de crecimiento a nivel global ha venido con movimientos generalizados a la baja, pero se sigue dando el fenómeno que las correcciones para EE.UU. son más drásticas que para el resto del mundo. Así, en la actualización de las perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el organismo prevé que EE.UU. crezca 1.6% este año (0.6 puntos porcentuales [pp.] menos que en su publicación anterior), en tanto para el mundo la revisión fue hasta 2.9% desde 3.1%. Un escenario en el que EE.UU. crece menos que el resto del mundo, está históricamente correlacionado con un dólar más débil y un *outperformance* de mercados accionarios emergentes. Con respecto a EE.UU., a pesar de

EE.UU. crecerá menos que el resto del mundo, lo que beneficia a mercados emergentes

la revisión a la baja, no esperamos una recesión considerando el aporte a la productividad que puede tener el desarrollo y masificación de la inteligencia artificial.

Por el lado de China, la deflación continúa y los registros de inflación siguen exhibiendo variaciones interanuales negativas. En parte, esto se debe a la sobrecapacidad productiva del país considerando que el consumo interno no despega. Los datos industriales publicados recientemente muestran algo de deterioro, y es por eso que el mercado sigue esperando estímulos de parte del gobierno para incentivar el consumo y crecimiento económico, dando impulso al mercado accionario. El gobierno chino permitió que durante mayo el yuan se apreciara ~1%, algo que no se veía desde septiembre de 2024. El hecho de que el yuan esté controlado, y desviado de sus niveles “justos” que definiría una flotación pura, lleva a China a exportar deflación a sus socios comerciales, previendo que más allá del shock inflacionario transitorio que pueden tener los aranceles, la convergencia de la inflación global a la última milla continuará en el mediano plazo.

China seguirá exportando deflación

Dentro de los mercados accionarios globales, América Latina luce como la región con fundamentos macroeconómicos y políticos más firmes. Con un intenso calendario electoral entre este año y el próximo, las encuestas apuntan a giros hacia gobiernos más promercado, y las principales preocupaciones de la población se concentran en temas de seguridad y economía. Por su parte, las proyecciones de crecimiento se han mantenido relativamente estables y se prevé que el PIB de la región mantenga su velocidad de expansión a lo largo de este año, exceptuando una desaceleración acentuada en México. El mercado espera que los bancos centrales continúen con los recortes de tasas de interés hacia adelante, y el rezago accionario de largo plazo se condice con valorizaciones que siguen luciendo atractivas.

América Latina destaca por sólidos fundamentos macro y políticos

De esta manera, y a nivel del portafolio accionario balanceado entre acciones y bonos, se decide mantener la posición en caja, que sigue pareciendo una clase de activo atractiva para “esperar y ver” cómo evolucionan el conflicto comercial y la situación económica global. A su vez, se mantiene la leve subponderación en renta variable, siendo más pronunciada en renta fija. En junio, se decide acentuar la preferencia por acciones emergentes por sobre desarrolladas, asignando una mayor proporción del portafolio en América Latina, dados sus fundamentos. Por su parte, se toma una leve sobreponderación en acciones estadounidenses tipo *Growth*, donde se ha concentrado el retorno del *momentum* accionario. En la cartera de bonos, se mantiene el corto en duración, ante la presión que pueden seguir sufriendo las tasas largas en medio de ruidos fiscales. Se deja la cartera sin exposición a oro, que perdió *momentum* ante la disminución de los ruidos geopolíticos en mayo, y que muestra ciertas señales de agotamiento del *rally* exhibido en el año.

Se mantiene subponderación de acciones y bonos, y aumenta la preferencia por mercados emergentes

Asignación de Activos | Junio 2025

TAACo Global	Bench.	May	Jun	OW / UW		Cambio		
Acciones	50%	48%	48%	UW	-2%			UW bonos y acciones, OW caja
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%			
Caja		6%	6%	OW	6%			
Oro				N				
Total Cartera								
Europe ex UK	13.7%	13.7%	13.7%	N				EE.UU.: Se lleva a OW Large Cap Growth desde neutral, UW Value y Small Cap
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	1.2%	N				
UK	2.9%	2.9%	1.9%	UW	-1.0%	-1.0%	-	
US Large Cap Growth	17.3%	17.3%	17.8%	OW	0.5%	0.5%	+	Neutral Europa y se lleva a UW Reino Unido desde neutral
US Large Cap Value	14.7%	13.7%	13.7%	UW	-1.0%			
US Small Caps	3.5%	2.5%	2.5%	UW	-1.0%			Neutral Japón
Japan	4.7%	4.7%	4.7%	N				
Mercados desarrollados	58.0%	56.0%	55.5%	UW	-2.5%	-0.5%	-	Aumenta OW LatAm Large Cap, se mantiene OW Small Cap
LatAm	4.4%	4.9%	5.4%	OW	1.0%	0.5%	+	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%			OW China
China	12.3%	13.3%	13.3%	OW	1.0%			
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	19.6%	N				Neutral Asia EM ex. China
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N				
Mercados emergentes	42.0%	44.0%	44.5%	OW	2.5%	0.5%	+	
Total Acciones								
Treasuries 2Y	8.3%	9.3%	9.3%	OW	1.0%			En renta fija: UW duración
Treasuries 10Y	11.1%	10.6%	11.1%	N		0.5%	+	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%			US treasuries: OW 2 años y UW 30 años. Se neutraliza 10 años desde UW
US Tips	2.6%	2.6%	2.6%	N				
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	26.0%	UW	-0.5%	-0.5%	-	Neutral TIPS y Global Corporate HY, UW IG desde neutral
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	4.0%	N				
Deuda desarrollados	58.6%	58.6%	58.6%	N				Neutral RF emergente en todas las clases de activo: EMBI, CEMBI y Local Markets
EMBI	9.5%	9.5%	9.5%	N				
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	2.8%	N				
EM Corporate HY	3.8%	3.8%	3.8%	N				
EM Local Markets	25.3%	25.3%	25.3%	N				
Deuda emergente	41.4%	41.4%	41.4%	N				
Total Renta Fija								

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene neutral Large Cap y Small Cap

En mayo, las acciones europeas extendieron el rally de abril. Sin embargo, en un mes en que las tecnológicas recuperaron terreno, quedaron detrás del desempeño de otros mercados desarrollados. El Stoxx 50 subió USD 3.9%, bajo el 6.2% del S&P 500 y el 9% del Nasdaq 100. Al 10 de junio, Europa mantiene el impulso y acumula un alza en torno a USD 2%, en un contexto donde los riesgos globales siguen elevados, pero moderándose, y los estímulos internos sostienen el apetito por activos de la región.

Por su parte, el presidente Donald Trump amenazó con aplicar un arancel del 50% a los productos procedentes de la Unión Europea (UE) a partir del 1 de junio, argumentando que las negociaciones con el bloque no han mostrado avances significativos; no obstante, en los días siguientes suavizó el tono y postergó la entrada en vigencia de la medida hasta el 9 de julio. El bloque europeo busca acelerar el diálogo comercial con un enfoque en sectores estratégicos. El jefe comercial de la UE, Maros Sefcovic, lidera las negociaciones políticas sobre industrias como el acero, los automóviles y los productos farmacéuticos

Por el lado de la política monetaria, la inflación de mayo sorprendió a la baja, llegando a 1.9% interanual, mientras que la inflación subyacente se desaceleró desde 2.7% a 2.3%. Así, el Banco Central Europeo (BCE) recortó nuevamente en junio sus tasas de interés en 25 pb., situando la tasa de depósito en 2.00%. La decisión, ampliamente anticipada por el mercado, respondió a la caída de la inflación y al aumento de los riesgos asociados al impacto de los aranceles estadounidenses sobre la economía europea. La presidenta Christine Lagarde señaló que el nivel actual de tasas es adecuado para enfrentar un entorno volátil, aunque subrayó que las decisiones seguirán siendo dependientes de los datos y se evaluarán reunión a reunión. El mercado interpretó la reunión con un sesgo *dovish*, especialmente luego de que el BCE revisara a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2025 (hasta 1.1%) y, sobre todo, de inflación para 2026 (1.6%). No obstante, el banco indicó que el mayor gasto público en defensa e infraestructura podría brindar cierto soporte a la actividad. El mercado sigue anticipando un recorte adicional en septiembre, aunque la visibilidad sobre el sendero futuro de tasas se mantiene acotada.

Hacia adelante, persiste la incertidumbre respecto al impacto que puedan tener los nuevos aranceles estadounidenses sobre los precios, aunque una desaceleración del comercio internacional —especialmente con China— podría generar presiones deflacionarias si se prolongan las tensiones comerciales. Por otro lado, debido a expectativas deprimidas, los indicadores de actividad siguen sorprendiendo y el índice de sorpresas económicas de la Eurozona se mantiene al alza en junio. El PMI de manufactura sube en mayo a 49.4 pts. y se acerca a los 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector), su mejor nivel en casi 3 años; no obstante, el PMI de servicios vuelve a retroceder para ubicarse en 48.9 pts.

Pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones europeas se encarecen y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa a niveles justos en términos absolutos, aunque aún con descuento relativo a pares desarrollados. Por su parte, según EPFR, se observan sostenidas entradas de flujos durante las últimas ocho semanas, en línea con la búsqueda de diversificación de los inversionistas globales fuera de EE.UU.

En cuanto al sector corporativo, las perspectivas de utilidades para este año se corrigen a la baja en medio de la incertidumbre global (desde 8.5% en marzo hasta 2.5% en junio). Esta misma tendencia se observa en los dos principales países, Francia y Alemania.

En línea con una política fiscal y monetaria expansiva, a lo que se suma el actual contexto global de búsqueda de diversificación, entrada de flujos y *momentum* accionario, pero que contrasta con débiles perspectivas corporativas, **se decide mantener neutral las acciones *Large Cap* y *Small Cap* europeas.**

REINO UNIDO: Se lleva de neutral a *UW*

A pesar del repunte de los mercados globales y del acuerdo anunciado con EE.UU. a comienzos de mayo, el Reino Unido mostró un rezago frente al rebote de las acciones estadounidenses. El FTSE 100 subió USD 4.1%, en línea con Europa

(EuroStoxx +3.9%), pero muy por detrás del Nasdaq y el S&P 500, reflejando su menor exposición a sectores como tecnología. A junio, los retornos siguen siendo positivos y la extensión de un tercer mes de ganancias encarece las valorizaciones. La razón P/U *fwd.* transa sobre promedios de 5 años en términos absolutos y comparado al resto de Europa.

Por su parte, las expectativas de crecimiento continúan reflejando una recuperación débil, y si bien las proyecciones para 2025 se ajustaron marginalmente al alza (de 0.9% a 1%), el consenso de Bloomberg recortó nuevamente el crecimiento esperado para 2026 a solo 1.1% (desde 1.3%). La situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían una contracción de 1.5%, dato que se corrige a la baja desde un crecimiento de 6% en enero y está bajo pares desarrollados.

Por el lado económico, las presiones inflacionarias resurgen y ponen en duda la trayectoria del proceso desinflacionario. La inflación se aceleró sorpresivamente en abril hasta 3.5% anual (desde 2.6%), mientras que la medida subyacente también aumentó (a 3.8% desde 3.4%) lo que podría retrasar el inicio del ajuste monetario. No obstante, la situación económica es precaria y el empleo se debilita. Durante mayo se vio la mayor destrucción de empleo en cinco años, llevando a un aumento de la tasa de desempleo hasta 4.6%, mientras el incremento de salarios se desacelera. Así, y a pesar de la sorpresa económica positiva, el mercado internaliza que los recortes de tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra continúen en agosto y se elevan las expectativas de un segundo recorte a finales de año.

En el plano político, no se han conocido nuevos detalles del acuerdo comercial preliminar con EE.UU., que contempla exenciones arancelarias para sectores clave como farmacéuticos, automotriz y metales. Su formalización sigue pendiente y está prevista para el 9 de julio. En el plano europeo, el Reino Unido firmó en mayo un nuevo acuerdo de cooperación con la UE en materia de defensa y seguridad, el primero de este tipo desde el Brexit. El pacto restablece la participación británica en proyectos conjuntos del Fondo Europeo de Defensa y busca reforzar la interoperabilidad militar, la movilidad estratégica y la cooperación en contrataciones militares. Por último, Keir Starmer anunció una inversión de £1,000 millones para mejorar la capacidad computacional del Reino Unido en inteligencia artificial, con el objetivo de fortalecer su aplicación en servicios públicos.

En el contexto de bajo dinamismo económico, junto a una débil trayectoria de utilidades proyectada y valorizaciones que se encarecen, se decide **reducir la exposición y retomar la posición *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *underweight* las acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*, mientras que se lleva a OW la posición en *Large Cap Growth*

En mayo, los mercados estadounidenses extendieron con fuerza la recuperación iniciada a fines de abril. El S&P 500 y el Nasdaq subieron 6.2% y 9% respectivamente, superando el desempeño del resto de los mercados desarrollados y consolidando un *outperformance* de EE.UU. frente a sus pares. La recuperación fue liderada por el sector tecnológico y estuvo apoyada en la moderación de las tensiones comerciales, a medida que EE.UU. reanudó negociaciones con China y Europa. En los primeros días de junio, los principales índices norteamericanos mantienen su impulso en un contexto aún favorable para los activos de riesgo, aunque con crecientes incertidumbres a medida que se acerca el 9 de julio, nueva fecha límite para algunas negociaciones comerciales clave.

En cuanto a datos económicos, la economía continúa mostrando señales de desaceleración. Según las proyecciones de consenso de Bloomberg publicadas en mayo, el crecimiento esperado para 2025 se revisó a la baja desde 1.4% a 1.3%, mientras que para 2026 se mantuvo en 1.5%. El índice de sorpresa económica volvió a terreno negativo durante la primera semana de junio, reflejando el impacto de algunos datos que decepcionaron al mercado. No obstante, ciertos indicadores muestran una recuperación tras las caídas observadas en abril, en línea con las alzas de los mercados. La confianza del consumidor subió y se ubicó en 98 pts. en mayo, mientras que los PMIs mostraron una mejora significativa: el PMI manufacturero subió de 50.2 a 52 pts., y el de servicios se aceleró desde 50.8 pts. en abril a 53.7 pts. En cuanto al mercado laboral, este se mantiene resiliente, aunque con señales de enfriamiento gradual. En mayo se crearon 139,000 empleos, superando las expectativas, aunque las revisiones a la baja de los dos meses anteriores restaron 95,000 empleos al total. La tasa de desempleo, por su parte, se mantuvo estable en 4.2%.

En el plano político, el gobierno de Trump continúa con su agenda comercial, buscando cerrar acuerdos clave. Con China, Trump y Xi Jinping sostuvieron una llamada en la que reafirmaron su voluntad de avanzar en las negociaciones, seguidas por reuniones técnicas en Londres centradas en acceso a mercados y minerales críticos. Por otro lado, con la Unión Europea, tras la amenaza inicial de elevar los aranceles hasta 50%, EE.UU. acordó extender hasta el 9 de julio el plazo para alcanzar un acuerdo y evitar una nueva ronda de medidas. Mientras tanto, la Zona Euro se prepara para posibles represalias si no se logran avances en las negociaciones. En paralelo, un tribunal federal bloqueó temporalmente parte de los aranceles aplicados bajo la Ley de Poderes de Emergencia Económica; sin embargo, una corte de apelaciones revocó parcialmente el fallo, y el caso podría escalar a la Corte Suprema, sumando incertidumbre sobre el marco legal de la política arancelaria.

El plan fiscal “*One Big Beautiful Bill*” impulsado por la administración Trump avanzó al Senado, donde podría enfrentar modificaciones antes de su aprobación final. Actualmente, la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) estima que este paquete podría aumentar el déficit federal en cerca de 3 billones de dólares durante los próximos diez años. Además, el país se aproxima al límite de endeudamiento federal (*debt ceiling*), situación que podría restringir la liquidez del Tesoro y dificultar el cumplimiento de sus obligaciones financieras, lo que a su vez podría generar un entorno financiero más volátil en los próximos meses.

Otra fuente de incertidumbre en EE.UU. son las protestas que se están intensificando en Los Ángeles, por deportaciones y medidas antiinmigración impuestas por el gobierno. El mandatario se ha mostrado a favor de desplegar tropas militares para mantener el orden, mientras que el gobernador de California argumenta que la movilización de las fuerzas armadas sería ilegal.

En su reunión de mayo, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de referencia en 4.5% y reafirmó su postura *hawkish* ante el elevado nivel de incertidumbre. El comité considera que no hay urgencia en realizar ajustes de política monetaria, ya que el mercado laboral sigue mostrando solidez, aunque empiezan a emerger algunos signos de debilitamiento. Al mismo tiempo, persisten dudas sobre cómo los nuevos aranceles podrían incidir en la inflación, lo que refuerza una actitud de cautela por parte de la autoridad monetaria en el corto plazo.

La inflación se aceleró levemente en mayo hasta 2.4% interanual, en línea con las expectativas del mercado. Sin embargo, la sorpresa vino por el lado de la inflación subyacente, que se mantuvo en 2.8% pese a que se anticipaba una aceleración. Es el cuarto mes consecutivo en que la inflación subyacente sorprende a la baja, lo que sugiere que las

empresas están absorbiendo parte de los costos asociados a los aranceles o bien han ajustado inventarios con antelación. Esto ha reforzado las expectativas de un recorte de tasas en septiembre, con los mercados asignando una probabilidad del 75% y anticipando un segundo recorte en la reunión de diciembre.

En cuanto al mercado, según EPFR, se observan salidas consecutivas de flujos durante las últimas tres semanas al 4 de junio. Lo que podría indicar cautela en torno a los activos estadounidenses pese al *momentum* del último mes e iría en línea con el posicionamiento de algunos agentes del mercado que han preferido tomar utilidades.

Por su parte, las valorizaciones de las acciones tipo *growth* transan en torno a su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.* pese a las recientes alzas. Por su parte las acciones tipo *value* transan con valorizaciones ajustadas en los mismos términos, aunque con *underperformance* respecto a *growth*. Finalmente, las acciones *small cap*, lucen con valorizaciones atractivas y aunque rentaron USD 5.2% en mayo, mantienen el rezago en el mediano plazo.

Por el lado corporativo, según Factset, las utilidades de las empresas del índice MSCI EE.UU. crecerían 10% este año, manteniendo proyecciones estables durante el último mes, pese a que la política arancelaria se mantiene errática. Además, el crecimiento estaría impulsado por el sector tecnológico y servicios de comunicación, que tienen una alta ponderación en el índice de acciones tipo *growth*.

En línea con la fuerte recuperación de los mercados accionarios, y en un contexto de moderación de las tensiones comerciales a medida que avanzan las negociaciones con China y Europa, vemos espacio para que el *momentum* accionario continúe, siempre que los riesgos geopolíticos y arancelarios no escalen. Consideramos que esta recuperación seguirá concentrándose en las acciones tipo *growth*, especialmente en el sector tecnológico, que continúa beneficiándose del fuerte impulso asociado a la narrativa de la inteligencia artificial. Es así que, se decide mantener el *underweight* acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*. Por su parte, dado el actual *momentum* en acciones *Large Cap Growth*, se decide llevar a *overweight* la posición.

JAPÓN: Se decide mantener neutral la exposición a acciones japonesas

Las acciones japonesas resaltan entre economías desarrolladas por su falta de tracción. Hasta el 9 de junio, las acciones desarrolladas han subido USD 1.4%, mientras que el Nikkei registra una rentabilidad nula. Sin embargo, no es una tendencia nueva: en mayo japonés tuvo un *underperformance* respecto pares desarrollados pese a rentar USD 4.4% y en lo corrido del año se mantiene el *underperformance*.

Pese a que las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, no se observan catalizadores positivos claros en el corto plazo, más allá de un posible acuerdo comercial con EE.UU. que se ha retrasado. Por otro lado, el panorama interno se torna incierto: (i) partidos de oposición buscan impulsar una moción de censura contra el primer ministro Ishiba y su gabinete luego de ocho meses en el poder y (ii) se acercan las elecciones de 124 miembros de los 248 de la Cámara Alta en julio.

Por el lado de los flujos, según EPFR, se observa la primera entrada de flujos semanal (al 4 de junio) luego de tres semanas de salidas. Por su parte, las estimaciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja desde abril y se espera un crecimiento de utilidades de 5.5% para este año, pese a que se mantiene una perspectiva positiva en torno a las reformas de gobernanza corporativa.

En el ámbito económico, el crecimiento del PIB del primer trimestre se revisó al alza impulsado por una mejor lectura del consumo. Hacia adelante, en línea con el aumento de salarios, se espera que el consumo repunte, además, de una recuperación del turismo, que en conjunto darían soporte a la economía interna, ya que el crecimiento se ve afectado por la imposición arancelaria de EE.UU. Por su parte, el índice PMI de manufacturas se mantiene en terreno contractivo en mayo (49 pts.).

En cuanto a la inflación, esta se mantuvo en 3.6% anual en abril y el aumento de los precios del arroz continúa siendo el principal obstáculo, dado que ha subido ~95% desde el año pasado e incluso llevó a la dimisión del ministro de agricultura tras “bromear” sobre el asunto. Sin embargo, la inflación sobre la meta continúa siendo internalizada como un proceso de normalización y se espera que cierre el año en 2.8%. Por el lado de la política monetaria, el consenso prevé que el Banco Central mantenga la tasa de referencia en 0.5% en lo que queda del año. Esto dado el contexto comercial global, datos económicos más débiles, expectativas de inflación que no seguiría acelerándose y mantener la estabilidad en el mercado de renta fija local. Lo anterior, luego de que una subasta de bonos japoneses a largo plazo tuviera una débil demanda y las tasas respondieran al alza ante una señal de cautela por parte de los inversionistas, al mismo tiempo se especula que el ministerio de finanzas reduciría la emisión de bonos, lo que agrega presiones adicionales a la curva de tasas. Respecto al yen, el mayo se depreció 0.7% respecto al dólar, y para los próximos doce meses algunos agentes del mercado ven la posibilidad de que se aprecie hasta JPY 130 por dólar.

En el contexto de valorizaciones atractivas, resiliencia económica doméstica y entrada de flujos, pero nueva incertidumbre interna y proyección de utilidades que se corrige a la baja, **se decide mantener el posicionamiento neutral en acciones japonesas.**

AUMENTA OW ACCIONES EMERGENTES: OW China, LatAm Large Cap y Small Cap, neutral Asia EM ex China

Tras un mes de mayo en el que los mercados accionarios globales siguieron al alza, en mercados emergentes lideró el desempeño de Asia, impulsado por Taiwán y acciones de menor capitalización bursátil. Sin embargo, la región que mantiene sólidos fundamentos macroeconómicos y políticos sigue siendo América Latina; con un crecimiento que no se desacelerará severamente, con soporte de los precios de *commodities* y encuestas que indican giros políticos hacia gobiernos más promercado, dando sustento a los mercados accionarios de la región. De esta manera, se decide mantener el OW en acciones de América Latina *Small Caps*, dado su rezago de mediano plazo y se aumenta en acciones *Large Cap*, como destino de la tendencia de diversificación global. Por el lado de China, es el mercado más grande de países emergentes, las valorizaciones siguen atractivas y el hecho de que el mercado está esperando que el gobierno anuncie nuevos estímulos, podría continuar alimentando el desempeño de las acciones chinas.

AMÉRICA LATINA: Aumenta OW en Large Cap y se mantiene en Small Cap

El desempeño de América Latina perdió parte de su impulso en mayo y anotó un *underperformance* con respecto a mercados globales. Esto, presionado por Brasil y Chile que anotaron rendimientos negativos en dólares (-0.2% y -0.3% respectivamente, índices MSCI). Sin embargo, el caso para la región se mantiene sólido, con una mayor convicción en acciones brasileñas. Además de tasas de interés cerca del *peak* que hacia adelante comenzarían a mostrar bajas (lo que históricamente es positivo para las acciones brasileñas), la desaprobación del gobierno de Lula sube, anticipando un giro político hacia la oposición en las elecciones de 2026. Por el lado de Chile, el mercado accionario se tomó un respiro en mayo, pero creemos que todavía queda espacio considerando que el giro político hacia la centroderecha es altamente

probable. Con respecto a las acciones de menor capitalización bursátil, el mercado preponderante en el índice también es Brasil. Este índice suele tener un desempeño superior a mercados globales cuando se internaliza el comienzo de un ciclo de recortes de parte del Banco Central, lo que según los precios se daría en diciembre de este año.

En **Brasil**, las perspectivas han seguido mejorando, a pesar de datos económicos mixtos y nuevos ruidos políticos producto de anuncios del gobierno e información asociada al escándalo de las pensiones. Por el lado de los datos, el PIB del primer trimestre decepcionó marginalmente y se expandió 2.9% anual, desacelerándose con respecto al cierre de 2024 y fuertemente incidido por el sector agrícola que se expandió 12.2% en doce meses, mientras que los servicios solo crecieron 0.2% y la industria se contrajo 0.1% interanual. Con respecto a lo que se conoce del segundo trimestre, todavía no hay muchas luces, pero la producción industrial en abril también decepcionó y se contrajo 0.3% anual, en tanto los indicadores líderes PMI se sitúan en terreno contractivo en mayo, ubicándose en 49.4 pts. el de manufacturas y 49.6 pts. el de servicios. A pesar de esto, la encuesta Focus realizada por el Banco Central brasileiro a economistas prevé un crecimiento de 2.2% para este año, lo que implica una revisión al alza respecto de la publicación anterior. Los temas fundamentales en la economía brasileira en los últimos meses han sido la inflación y las tasas de interés. En mayo, la inflación se ubicó en 5.3% anual, mejor a lo esperado por el mercado, y la proyección para el cierre de este año sigue bajando, ubicándose en 5.4% en doce meses. En su reunión de mayo, el Banco Central optó por subir la tasa Selic en 50 pbs. hasta 14.75%, y equilibró los riesgos de la inflación entre al alza y a la baja, dejando abierta la puerta a una última alza en junio o a una pausa en el ajuste monetario. Sin embargo, con la posterior publicación de la minuta, el Comité de Política Monetaria dejó clara su preocupación por las expectativas de inflación desancladas, adoptando una postura de tasas más altas por más tiempo. En este contexto, la encuesta Focus indica que la mediana del mercado prevé que la tasa Selic se mantenga en los niveles actuales hacia el cierre del año, mientras que los precios incorporan que todavía queda pendiente un alza de 25 pbs. y una baja en la misma magnitud en lo que resta de 2025, para terminar el año en 14.75%. La situación política para el oficialismo se ha vuelto más compleja y es que tras conocerse que la corrupción de las pensiones se asocia a sustracciones de más de USD 1 *bn*, las encuestas posteriores han evidenciado un deterioro en la popularidad de Lula y la última encuesta Quaest indicó que la desaprobación alcanza un 57%. Estos niveles de desaprobación disminuyen significativamente la probabilidad de que Lula sea reelecto en las elecciones del próximo año. Por otro lado, el gobierno anunció un ajuste del Impuesto a Operaciones Financiera (IOF), que inicialmente implicaba un aumento de la tasa para operaciones de crédito de empresas y para las remesas, entre otros, lo que llevó a que el anuncio de recorte de gasto realizado al mismo tiempo pasara desapercibido. Si bien este ajuste se puede hacer directamente desde el ejecutivo, dada la oposición que generó, el ministro de hacienda Haddad anunció que llegó a un acuerdo con el Congreso, y se reducirán las tasas del IOF para ser compensado con alzas en otros impuestos como de plataformas de apuestas online y algunos valores de crédito. A nivel de mercado, se han seguido observando entradas netas de flujos de inversión al mercado accionario brasileiro, y según EPFR al 4 de junio de este año se observan entradas netas a fondos e ETFs en lo corrido del año por USD 206 millones, con una entrada de 1.5% del AUM en la última semana. A pesar del buen desempeño accionario en lo corrido del año, con el Bovespa subiendo USD 25.2% (al 6 de junio), las valorizaciones continúan atractivas y la P/U *fwd*. transa casi 0.5 desviaciones estándar bajo el promedio de los últimos 5 años. A su vez, la tenencia de inversionistas locales de acciones brasileñas está en niveles históricamente bajos, y dado que las tasas de interés ya estarían alrededor del *peak*, este escenario suele correlacionarse con un *outperformance* de acciones brasileñas. De esta manera, se fortalece el caso de inversión para las acciones brasileiras, con un sustento político, de flujos, valorizaciones y macro, por lo que **se decide aumentar el OW en acciones brasileñas**.

En **México** el mercado accionario continuó con su buen desempeño en mayo y el Mexbol rentó USD 4.0%, destacando entre los mercados de la región. Esto permitió que la bolsa mexicana lograra un nuevo mes prácticamente ajena a ruidos locales, y guiada por la diversificación de inversionistas globales fuera de EE.UU. y la debilidad del dólar. Sin embargo, a pesar de que en el mediano plazo y en la medida que se disipe parte de la incertidumbre, México pueda ser el gran ganador del nuevo orden global, los fundamentos que conocemos hasta ahora son negativos. La desaceleración económica es inminente, y las proyecciones apuntan a una economía que se mantendrá plana este año. En abril, ya se empezaron a sentir los impactos de los aranceles, y las exportaciones de automóviles a EE.UU. se contrajeron en 7.1% anual. Ante el deterioro económico, el Banxico recortó 50 pbs. la tasa de referencia en su reunión de mayo llevándola a 8.50% y dando a entender que en la instancia de junio realizará el mismo movimiento. Sin embargo, en comentarios posteriores, los miembros de la Junta de Gobierno dieron a entender que dejarán de dar este *forward guidance* tan explícito con respecto a futuros movimientos. Aun así, el mercado prevé que quedan pendientes 100 pbs. más de recorte este año, lo que según lo incorporado en los precios presionaría el *spread* diferencial con el Fed hasta ~350 pbs., por debajo de sus promedios históricos. Hasta ahora, ha destacado la resiliencia del peso mexicano que se ha apreciado 9.3% en lo corrido del año (hasta el 10 de junio), en línea con la debilidad del dólar. No obstante, hacia adelante, el diferencial de tasas podría provocar una reversión en esta tendencia. Por el lado de la inflación, el registro de mayo se aceleró hasta 4.4% anual y subyacente volvió a ubicarse fuera del rango meta. Registros de inflación que se aceleran llevaron al mercado a ajustar marginalmente al alza la proyección de inflación para el cierre de este año hasta 3.9% el registro general y 4.0% anual la subyacente, según la encuesta realizada por el Banxico. Volviendo al comercio exterior, según el secretario de Economía, Marcelo Ebrard, ~90% de las exportaciones mexicanas dirigidas a EE.UU. están exentas de aranceles, y el futuro de la relación comercial entre ambas naciones dependerá de lo que se zanje en la revisión del T-MEC (tratado de libre comercio entre EE.UU., Canadá y México). Esta, comenzará entre agosto y septiembre de este año, y según las señales que ha enviado el gobierno estadounidense, no debiera significar una revisión drástica de las condiciones actuales. Así, la OCDE estima que actualmente el 50% de las exportaciones mexicanas a EE.UU. cumplen con el T-MEC, y al próximo año este número alcanzaría el 75%. Otro foco de disidencia con el gobierno estadounidense ha sido el impuesto a las remesas contenido en la OBBB. El proyecto ya se aprobó en la Cámara y avanza en el Senado y de ser publicado, afectaría el envío de dineros de mexicanos viviendo en EE.UU. hacia su país de origen. En abril, ya se vio una caída de las remesas y las perspectivas para mayo no son auspiciosas. A nivel local, se llevaron a cabo las elecciones judiciales con una participación paupérrima de ~13%, y con más de 11% de votos nulos. Como resultado, los jueces electos de la Suprema Corte Nacional de Justicia son todos cercanos al partido oficialista, Morena, que concentra a su vez el poder legislativo. Por ende, se pone en jaque la separación de los poderes del Estado, y hacia adelante puede impactar en la percepción de institucionalidad. De todas maneras, el mercado ha estado ajeno a estos vaivenes y ha seguido exhibiendo rentabilidades positivas. Con ello, las valorizaciones se han ajustado en algo, pero aun transando bajo promedios históricos, y la entrada de flujos de inversión se ha desacelerado. Así, a pesar del innegable *momentum* del mercado accionario mexicano, los ruidos locales y falta de claridad de la resolución de la disputa comercial con EE.UU. nos llevan a **mantener la posición neutral en acciones mexicanas**.

En **Chile**, la economía sigue sorprendiendo y la actividad en abril creció 2.5% interanual, con un significativo aporte de la minería y el sector de servicios; el primero de estos había estado rezagado en el primer trimestre. De esta manera, si los meses venideros se mantiene la velocidad de crecimiento, el PIB podría expandirse 2.5% en 2025. Si bien este no es nuestro escenario base, las proyecciones apuntan a un crecimiento de 2.2% para este año, previsión que podría corregirse al alza de continuar el buen *momentum* económico. La inflación parece que dejó de ser un problema, y a pesar que en mayo se ubicó en 4.4% anual, hacia adelante se espera continúe la convergencia y llegue a la meta en 2026. En

su última reunión, el Banco Central decidió mantener la tasa de política monetaria en 5.00%, como era ampliamente esperado, pero en la minuta se dio a conocer que uno de los consejeros consideró recortar la tasa en la reunión de mayo. Con esto, los precios se ajustaron, bajaron las tasas cortas y se internaliza que la autoridad monetaria retome los recortes en julio, cuando antes estaba previsto para septiembre. De todas maneras, se espera que la tasa baje en dos ocasiones en lo que resta de 2025, hasta 4.50%. El IPSA venía como uno de los mejores mercados en lo corrido del año, y en mayo tomó un respiro probablemente de la mano de inversionistas tomando utilidad. Aun en esta situación, continúa la entrada de flujos a las acciones chilenas y en mayo entraron USD 26 millones al conjunto de ETFs. Las valorizaciones, si bien se han ajustado con el desempeño del mercado accionario, siguen transando bajo promedios (la razón P/U *fwd.*). Por el lado político, comienza la cuenta regresiva para las elecciones; el 29 de junio se enfrentarán cuatro candidatos oficialistas en elecciones primarias y el 16 de noviembre se realizarán las elecciones presidenciales y de Congreso, renovándose la Cámara de Diputados por completo y alrededor de la mitad del Senado. Las encuestas, si bien la oposición (derecha) marca la mayoría de las preferencias, el oficialismo ha ido ganando algo de terreno. Aun así, la candidata de centroderecha, Evelyn Matthei, y José Antonio Kast, lideran las preferencias. En esta cuenta atrás, el presidente dio el último discurso anual de Cuenta Pública de su mandato, el cual logró aumentar su aprobación en torno a 5pp., pero aún bajo el 40%. Planteó como prioridades en lo que resta de su gobierno aprobar el proyecto de ley que disminuye la burocracia en los permisos para la inversión, que avanza en el Congreso, así como la implementación de la reforma de pensiones recientemente aprobada. Tras la pausa que se tomó el mercado accionario chileno en mayo, junio y los meses venideros pueden presentar una buena oportunidad para que la bolsa siga subiendo. De esta manera, los fundamentos políticos, económicos y de flujos dan soporte al mercado chileno y por ende **se decide mantener el OW.**

En **Colombia**, se agrava la crisis política luego del atentado que sufrió el actual senador y precandidato presidencial Miguel Uribe Turbay durante un acto político en Bogotá, incrementando la disputa política y la violencia dentro del país. A esto se suman las tensiones generadas en torno a la consulta popular y las reformas impulsadas por el presidente. Tras el rechazo de la consulta popular por el Congreso, el mandatario respondió denunciando supuestas irregularidades y anunció su intención de convocar esta por decreto, lo que ha contribuido a profundizar la inestabilidad e incertidumbre política interna. Por el lado macro, el PIB del primer trimestre creció 2.7% anual, superando las expectativas, impulsado por un mayor dinamismo del consumo privado. La inflación de mayo sorprendió bajo lo esperado y marcó 5.1% anual, volviendo a desacelerarse tras el alza del mes anterior. De esta forma, en la medida que evolucione el índice de precios, la Junta Directiva del Banco de la República podría retomar la flexibilización monetaria en su reunión de junio, aprovechando una nueva ventana de oportunidad para recortar su tasa de referencia, tal como lo hizo en abril. Las complicaciones fiscales se mantienen como una constante durante este 2025, y los datos del primer trimestre encienden las alarmas; el déficit fiscal alcanzó el 2% del PIB, siendo el más alto en veinte años para esta instancia del año, principalmente por un crecimiento acelerado del gasto de gobierno que supera el ritmo de la recaudación de ingresos tributarios. De esta forma, el gobierno modificó su meta de déficit fiscal por tercer año consecutivo, desde 5.1% del PIB hasta 7.1%, la más alta en 120 años excluyendo la pandemia, poniendo en riesgo la calificación crediticia del país. En línea con lo anterior, el ministro de Hacienda Germán Ávila reconoció que las metas fiscales están sobredimensionadas y que se realizará un ajuste en las proyecciones de ingresos y gastos en el Marco Fiscal de Mediano Plazo que se publicará este mes. El Fondo Monetario Internacional (FMI) tiene hasta entonces para evaluar si restablece el acceso de Colombia a la Línea de Crédito Flexible, suspendida debido a las señales de debilidad fiscal que ha venido mostrando el país. A pesar de esto, el mercado local se ha mantenido como uno de los grandes ganadores a nivel global, rentando USD 27% en lo corrido del año, y continúa mostrando un atractivo en cuanto a valorizaciones al transar bajo promedios en la razón P/U *fwd.* Además, durante el último mes se observaron entradas de flujos al principal ETF por 9% del AUM. De esta forma,

en medio de una crisis fiscal y política, pero con un mercado accionario sobresaliente y con valorizaciones aún atractivas, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, se publicó el PIB del primer trimestre, el cual se expandió 3.9% anual en línea con las expectativas. La demanda interna se mantiene resiliente, mientras que la inversión tanto pública como privada muestran mejoras. En línea con lo anterior, la OCDE mantuvo su proyección de crecimiento para el país en 2.8% para 2025, una cifra aún superior al promedio regional. En cuanto a la inflación, se prevé que cierre el año cerca de la meta (2% anual); aunque en abril se registró una aceleración hasta 1.7% interanual, se espera que esta permanezca bajo control durante el resto del año. Respecto a la política monetaria, se anticipa que la junta directiva mantenga la tasa de referencia en 4.5% en su reunión de junio, retomando esta postura tras el recorte de 25 pbs. aplicado el mes anterior. Asimismo, se proyecta un recorte adicional hacia finales de 2025. Por otra parte, los indicadores fiscales del primer trimestre mostraron una evolución favorable, con un déficit de 2.9% del PIB, ubicándose por debajo del umbral del 3% por primera vez en quince meses. Este resultado ofrece señales alentadoras en un contexto fiscal desafiante, luego de dos años consecutivos sin cumplir con la meta establecida. Sin embargo, desde la administración se muestran abiertos a flexibilizar la meta fiscal de este 2025 hasta un 2.8% del PIB, extendiendo los problemas fiscales hasta el próximo año a pesar del posible cumplimiento de ésta. Por el lado político, se mantienen las preocupaciones en torno a la crisis de seguridad, luego del asesinato de trece mineros en la localidad de Patate. El auge del crimen organizado ha llevado a la declaración de estados de emergencia en diversas regiones del país, así como a sucesivos cambios de gabinete en el Ministerio de Hacienda, como consecuencia de los reiterados fracasos en el abordaje de esta problemática. A esto se suman los constantes movimientos dentro del equipo ejecutivo, que continúan generando incertidumbre tras la renuncia del primer ministro y los recientes cambios en el Ministerio de Economía y Finanzas, evidenciando la inestabilidad que atraviesa la actual gestión gubernamental. A pesar de esto, el mercado accionario tuvo un mes bastante positivo, alcanzando una rentabilidad de USD 5.2%, alineándose al buen *performance* de la región luego de un primer trimestre algo rezagado. Las valorizaciones se mantienen descontadas al transar por debajo de su promedio de 5 años, mientras que los flujos se mantienen positivos en lo corrido del año, donde se observan entradas al conjunto de ETFs de 37% del AUM. De esta forma, con una economía saludable que se mantiene resiliente, pero con una creciente inestabilidad política, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, la unificación cambiaria no ha generado presiones inflacionarias, al menos en su primer mes de implementación. El dato de abril sorprendió al ubicarse bajo lo esperado, con una desaceleración hasta el 2.8% mensual, lo que marcó una señal positiva en medio de un proceso de reformas estructurales. Para mayo, las proyecciones apuntan a una continuidad de esta tendencia, con una inflación que se ubicaría en torno al 2% mensual. En este contexto, el nuevo esquema de flotación cambiaria no ha provocado sobresaltos en los precios, y el tipo de cambio se ha mantenido estable, moviéndose cerca de los valores medios de la banda establecida. De esta forma, el gobierno mantendría el foco en el control de la inflación, con el fin de sostener sus niveles de aprobación de cara a las elecciones intermedias de octubre. En línea con esto, el Índice de Confianza del Gobierno de mayo volvió a subir tras cinco meses de caídas, lo que sumado a los buenos resultados obtenidos por La Libertad Avanza en las elecciones regionales de CABA, anticipa un escenario político más favorable para el oficialismo. Además, la Corte Suprema confirmó el fallo contra la expresidenta Cristina Fernández Kirchner por corrupción en la llamada Causa Vialidad, imponiéndole una pena de seis años de prisión y la inhabilitación perpetua para ejercer cargos públicos. Esta sentencia se produce pocos días después de que confirmara su postulación a las elecciones regionales en la Provincia de Buenos Aires, lo que de cierta forma despeja el camino para el oficialismo en una de las provincias más disputadas del país. Por otro lado, la actividad económica de

marzo mostró señales mixtas. Si bien se contrajo 1.8% mensual por la incertidumbre asociada a los posibles cambios en el régimen cambiario, en la comparación interanual se mantuvo en terreno positivo con un crecimiento del 5.6%, lo que evidencia cierta resiliencia en este proceso de recuperación de la economía. En el ámbito fiscal, los datos del primer trimestre reflejan un desempeño positivo, en línea con el fuerte ajuste implementado por la administración de Milei. Con un superávit primario del 0.6% del PIB, el gobierno cumpliría con el objetivo establecido por el FMI en materia de disciplina fiscal, conforme al acuerdo vigente. Sin embargo, es bastante probable que no se cumpla en cuanto a la acumulación de reservas internacionales, frente que continúa siendo desafiante dadas las condiciones del mercado externo y las restricciones cambiarias aún vigentes. Por el lado de flujos, durante mayo se observaron entradas tras tres meses consecutivos de salidas, por 13% del AUM del principal ETF. De esta forma, ante un saludable escenario fiscal e inflacionario tras las definiciones de la política cambiaria, la economía aún se encuentra frágil y expuesta a shocks tanto internos como externos, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas**.

CHINA: Se decide mantener la posición *overweight* en acciones chinas

Las acciones chinas durante mayo rentaron USD 2.4%, presionadas por caídas a fin de mes cuando retornaron los ruidos sobre el acuerdo comercial con EE.UU. De esta manera las acciones registraron un *underperformance* respecto a pares, en tanto la región de Asia Emergente ex China rentó USD 5.0% en mayo. Sin embargo, en lo corrido del año destaca su *outperformance* con una rentabilidad USD 16% versus USD 11% en la región.

El mercado se mantiene optimista hacia delante:

- i) Expectativa de nuevos estímulos: datos económicos que se deterioran llevan al mercado a esperar nuevos anuncios. La desaceleración de las exportaciones y la caída del índice PMI de manufacturas a terreno contractivo en mayo (48.3 pts.), presionado por una caída en nuevos órdenes, daría espacio para un acuerdo final con EE.UU. más rápido de lo esperado, al mismo tiempo que podría acelerar la diversificación de socios comerciales. Esto, a su vez podría implicar correcciones al alza para el crecimiento económico.
- ii) Política monetaria expansiva: inflación de -0.1% anual por tercer mes consecutivo, pero mejor a las expectativas, permitiría mantener el impulso monetario. El Banco Central, bajó la tasa de préstamos a 1 y 5 años en 10 pbs. hasta 3.00% y 3.50% respectivamente, con una postura moderadamente laxa y continuando con los estímulos.
- iii) Política pragmática: el ámbito interno, los estímulos económicos dan soporte al crecimiento económico y se esperan más anuncios de medidas para impulsar la demanda interna en específico, ya que el programa de intercambio de bienes (política que subsidia electrodomésticos y otros productos para incentivar el consumo) podría estar perdiendo fuerza. En cuanto a la política exterior, se alcanzó un acuerdo preliminar con EE.UU. que abordaría la eliminación controles de exportación por ambas partes, aunque queda pendiente la aprobación de los mandatarios, se internaliza como un avance positivo.
- iv) Valorizaciones atractivas: en la razón P/U *fwd.* en términos históricos, al mismo tiempo que se observan entradas netas de flujos de inversión en el último mes por 12% del AUM al principal ETF. Aunque la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja, aun se espera un crecimiento de 7.4% para este año y el mercado destaca que se encuentra en una mejor posición relativa respecto a los últimos 3 años.
- v) Diversificación fuera de EE.UU.: actualmente los mercados emergentes están subponderados en portafolios globales y se está tendiendo a cerrar estas brechas, lo que ha gatillado entrada de flujos a mercados

emergentes. Dado que China es el mayor mercado emergente, es probable que hacia adelante comiencen a revertirse las salidas netas de flujos que se observan en lo corrido del año, según EPFR. Además, se mantiene una visión constructiva en el sector tecnológico posterior al lanzamiento de DeepSeek.

Considerando el conjunto de factores; valorizaciones atractivas, entrada de flujos, desescalada de tensiones comerciales con EE.UU. y sentimiento positivo hacia las acciones chinas, **se decide mantener el posicionamiento overweight.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral

Las economías de Asia EM ex China se mantienen divergentes: India mantiene la resiliencia macro, pero las altas valorizaciones han derivado en una pérdida de *momentum*. Por su parte en Taiwán, de manera similar las valorizaciones ajustadas mantienen la cautela. Por el contrario, en Corea, se observa un *momentum* accionario sólido y valorizaciones aún atractivas. De esta forma, se decide mantener una postura de cautela en el mercado accionario de la región.

Durante mayo, el mercado accionario **indio** rentó USD 1.2%, registrando un *underperformance* respecto a sus pares regionales, mientras que la rupia se depreció 1.2% respecto al dólar. India mantiene una resiliencia económica que destaca a nivel global, sin embargo, diversos agentes del mercado han resaltado las altas valorizaciones de las acciones en la razón P/U *fwd*. y cómo las expectativas de utilidades a 12 meses se corrigen a la baja desde febrero. Así, mantiene múltiplos sobrevalorados respecto de sus fundamentos, entregando señales incipientes de una burbuja. Esto ha frenado el repunte accionario y ha deteriorado el *momentum*; hacia adelante, las valorizaciones podrían continuar siendo un factor que obstaculice el repunte accionario. Sin embargo, durante el último mes se observan entradas de flujo al principal ETF. Por otro lado, la diversificación fuera de EE.UU. beneficiaría a emergentes como un todo y el perfil defensivo de las acciones indias las llevaría a continuar con un *underperformance*. Como se mencionó con anterioridad, los datos macroeconómicos se mantienen resilientes. Los PMI de manufacturas y servicios continúan en amplio terreno expansivo durante mayo, el PIB del primer trimestre del año calendario sorprendió al alza (7.4% anual) y la inflación mantiene su senda de convergencia, situándose bajo el objetivo del Banco Central de 4% en doce meses. Por su parte, la autoridad monetaria recortó 50 pbs. la tasa de política monetaria hasta 5.50% en su reunión de junio, sorprendiendo al mercado ya que se anticipaban 25 pbs. De esta manera, el Banco de la Reserva bajó la tasa en 100 pbs. desde febrero y cambió su postura desde expansiva a neutral y señaló que la política monetaria no tiene más espacio para dar soporte al crecimiento. El mercado internaliza que ya se alcanzó la tasa terminal en 5.50%. En el contexto de valorizaciones ajustadas, proyección de utilidades que se corrige a la baja y pérdida de *momentum* accionario, **se decide neutralizar la exposición a acciones indias desde overweight**, manteniendo en cuenta la resiliencia económica y mejores perspectivas de liquidez.

Las acciones **surcoreanas** durante mayo rentaron USD 8.1%, mientras que el won se apreció 3.1% respecto al dólar. En cuanto a las elecciones presidenciales que se llevaron a cabo el 3 de junio, concluyeron con la elección de Lee Jae-myung como el nuevo líder del país. Lee gobernará por los próximos 5 años y tendrá mayoría parlamentaria al menos por los primeros tres años (antes de las elecciones legislativas en 2028), por lo que se espera que las reformas de Lee se aprueben con facilidad en cuanto a una política fiscal expansiva. El nuevo presidente -ya en ejercicio- prometió revivir la democracia y la economía. En el ámbito geopolítico, Lee acordó con Trump, lograr un acuerdo comercial rápido, mientras que, el presidente surcoreano habría señalado que buscará fortalecer la cooperación trilateral con EE.UU. y Japón, además, de una política pragmática con China y Corea del Norte. Los datos macroeconómicos son mixtos; por un lado,

el índice PMI manufacturero continúa en terreno contractivo en mayo (47.7 pts.) y las exportaciones se contrajeron en términos anuales durante el mismo mes. Por el contrario, la inflación continúa desacelerándose (1.9% anual en mayo), dando paso al Banco Central para mantener una postura expansiva, luego que en mayo bajara la tasa 25 pbs. hasta 2.50%. El mercado accionario presenta un excepcional *momentum*; el índice accionario local, Kospi, ha rentado USD 32% desde el piso de abril hasta el 5 de junio, registrando un *bull market* (subidas de 20% desde el último piso). Por otro lado, las valorizaciones continúan atractivas en la razón P/U *fwd.*, se observan entrada de flujos tanto del conjunto de ETFs, como al principal ETF de país durante el último mes y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza en el mismo periodo. En el contexto de disipación de incertidumbre política, Banco Central bajando tasas, *momentum* accionario, valorizaciones atractivas y entrada de flujos **se decide llevar a overweight las acciones surcoreanas desde neutral.**

En mayo las acciones **taiwanesas** lideraron las rentabilidades en la región, subiendo USD 12% e impulsadas por el *momentum* en acciones tecnológicas a nivel global. Por su parte, el dólar taiwanés se ha apreciado ~10% en los últimos 3 meses respecto al dólar estadounidense, y entre las principales razones destaca la debilidad del dólar estadounidense y operaciones de las aseguradoras en la isla para repatriar activos. Hacia adelante, algunos agentes del mercado destacan cómo las fuerzas domésticas podrían llevar a una depreciación del tipo de cambio. Por el lado económico, el PMI manufacturero de mayo mejoró respecto al mes previo, pero se mantiene en terreno contractivo (48.6 pts.). Por el contrario, las exportaciones continúan expandiéndose a doble dígito en términos anuales en mayo, por cuarto mes consecutivo, impulsado por los envíos de semiconductores, donde el mercado continúa internalizando que es una demanda anticipada a posibles aranceles sectoriales, ya que los envíos a EE.UU. han crecido ~150% trimestral desestacionalizado. En cuanto a la inflación, está se desaceleró hasta 1.6% anual en mayo dando espacio para bajar tasas. Sin embargo, el consenso de mercado espera que la autoridad monetaria mantenga su tasa de referencia en 2% hasta 2026, de cara a la reunión de este mes. En cuanto al mercado, las valorizaciones transan en torno a su promedio histórico en la razón en P/U *fwd.* y lucen menos atractivas que el mes pasado, mientras que, durante el último mes, la proyección de utilidades se corrige a la baja y se observan salidas de flujos al principal ETF del país por 1% del AUM. De esta forma, dado el *momentum* accionario, pero valorizaciones ajustadas, salida de flujos y corrección a la baja de proyección de utilidades, **se decide mantener neutral en acciones taiwanesas.**

Las acciones **indonesias** registraron un *momentum* accionario y *outperformance* respecto a pares de la región y subieron USD 9.5% en mayo, mientras que la rupia se apreció 1.7% respecto al dólar. En el ámbito macro, la OCDE revisó a la baja las expectativas de crecimiento económico para este año a 4.7% desde 4.9%, mientras que el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo en mayo (47.4 pts.). La inflación por su parte se desaceleró hasta 1.6% anual en mayo, ya que la presión sobre los precios de alimentos se alivió. De esta forma, la fortaleza de la rupia y desaceleración de la inflación dieron espacio para que el Banco Central bajara la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.50% en su última reunión. En cuanto al mercado, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su historia, aunque en el último mes se observan salidas netas de flujos de inversión desde el principal ETF y la proyección de utilidades se corrige al alza. El sentimiento de los inversionistas respecto al mercado accionario indonesio mejora. En este contexto de *momentum* accionario, valorizaciones atractivas y un mejor sentimiento hacia acciones indonesias **se decide neutralizar la exposición a acciones desde underweight.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** cayeron USD 3.0% en mayo, registrando un *underperformance* respecto a pares regionales. En tal sentido, las acciones no logran traccionar: en lo corrido del mes hasta el 10 de junio han caído USD 0.7% y en los últimos 6 meses retroceden USD 19%, sin catalizadores de mercado claros en el corto plazo para cambiar la tendencia. En el ámbito económico, el PMI

manufacturero mejoró hasta 51.2 pts. en mayo. En contraste, la inflación se mantiene con presiones deflacionarias en mayo acelerando su contracción a 0.6% anual. En cuanto a la política monetaria, de cara a la reunión de junio, el mercado internaliza bajadas de 50 pbs. en los próximos 12 meses desde una tasa actual de 1.75%, aunque la autoridad señaló cautela hacia el futuro. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF, aunque la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja. De este modo, dadas las presiones deflacionarias, un mercado accionario que no tracciona y utilidades que se corrigen a la baja, se decide **mantener el *underweight* las acciones tailandesas.**

EMEA

Se decide aumentar el *underweight* en acciones de la región en el caso de una cartera emergente.

Las acciones **sudafricanas** registraron un *outperformance* respecto a pares regionales y subieron USD 4.9% en mayo y en lo corrido del año registran rentabilidades ~28%, mientras que el ZAR se apreció 3.3% respecto al dólar y el oro retrocedió 0.7% en mayo mostrando señales de agotamiento del *rally*. En cuanto a la política interna, se estableció un calendario para votar por tercera vez el presupuesto, que debe ser aprobado antes del 31 de julio o podría verse interrumpido el funcionamiento del gobierno. El ministro de finanzas anunció que se recortará el gasto, afectando principalmente a la educación y la empresa estatal ferroviaria. Además, el ministro comunicó la eliminación el aumento al IVA, medida que obstaculizó las instancias anteriores. En cuanto a perspectivas económicas, éstas continúan corrigiéndose a la baja y para el segundo trimestre se espera continúe la publicación de datos económicos magros, presionado por el sector minero y manufacturero. Por su parte, el PMI de manufacturas de mayo se mantiene cercano a terreno neutral (50.8 pts.). Por el lado de la inflación, en abril fue de 2.8% anual, manteniéndose cerca del límite inferior del rango del Banco Central (3-6%). Por el lado de la política monetaria, el Banco Central recortó 25 pbs. la tasa de referencia hasta 7.25% en mayo, mientras que, para los próximos doce meses se esperan al menos 50 pbs. de bajadas adicionales. En el mercado accionario, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.* y durante el último mes no se observan ni entradas ni salidas netas de flujos, mientras que la proyección de crecimiento de utilidad se corrige al alza. En el contexto de la alta correlación del mercado accionario sudafricano con el oro y la pérdida de *momentum* del metal precioso, valorizaciones atractivas y utilidades que se corrigen al alza, pero perspectivas económicas deterioradas y altas rentabilidades en lo corrido del año se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** retrocedieron USD 2.0% en mayo, registrando un desempeño inferior frente a pares regionales, mientras que la lira se depreció 1.8% respecto al dólar. Por el lado político, han aumentado los arrestos y destituciones de autoridades del partido de oposición, además de personas civiles, acusadas de corrupción. Esto mantiene un entorno político incierto y de descontento social contra las medidas de Erdogan. En el ámbito macro, hacia adelante el crecimiento económico podría verse presionado por una desaceleración del consumo y la inversión, impactados por el entorno político interno y una tasa de política monetaria que se mantiene alta (46%). Por su parte el PMI de manufacturas se mantiene en terreno contractivo y continúa deteriorándose por quinto mes consecutivo. Por el lado de la inflación, esta se desaceleró a 35% anual en mayo, siendo el registro más bajo desde noviembre de 2021 y aumentan las expectativas del mercado de una posible flexibilización de tasas por parte del Banco Central. Los inversionistas se mantienen divididos de cara a la reunión de junio, ya que en abril la autoridad monetaria subió la tasa para frenar la salida de flujos en medio de la crisis social iniciada en marzo tras el arresto del alcalde de Estambul. Con respecto al mercado,

las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U *fwd.* y se observa salida neta de flujos desde el principal ETF durante el último mes, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades para este año se corrige a la baja, desde ~60% en marzo hasta 34% en lo más reciente. En un contexto de salida de flujos, proyección de utilidades que se corrigen a la baja, valorizaciones ajustadas, deterioro económico e incertidumbre política **se decide llevar a *underweight* las acciones turcas desde neutral.**

Las acciones **saudíes** durante mayo cayeron USD 5.6%, pese a que los precios del petróleo Brent subieron USD 1.1% el mismo mes. Esta economía, altamente dependiente del petróleo, se mantiene presionada por perspectivas menos favorables para este *commodity*. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), anunció por tercera vez el aumento de producción de petróleo continuando con su política de normalización de producción, luego de implementar recortes consecutivos desde 2023. Sin embargo, las perspectivas para Arabia Saudita continúan siendo divergentes, ya que la normalización de producción aumenta la oferta, pero la demanda se mantiene deteriorada y los precios presionados. Por su parte, la OCDE revisó a la baja las perspectivas de crecimiento económico desde 3.8% en su reporte de marzo a 1.8% en última actualización para 2025. Por el lado del PMI manufacturero, se mantiene en terreno expansivo durante mayo (55.8 pts.), en línea con la resiliencia del sector no petrolero del país, que pesa ~50% de la economía a 2024. En cuanto al mercado, las valorizaciones se mantienen atractivas y durante el último mes se observa entrada de flujos por 1% del AUM al principal ETF, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige levemente al alza. Pese a perspectivas económicas deterioradas, se **decide neutralizar la exposición a acciones saudíes desde *underweight***, debido a lo atractivo de las valorizaciones, entradas de flujos y buen *momentum* del precio del petróleo.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el OW en *treasuries* de 2 años, el UW *treasuries* de 30 años y el neutral en TIPS, mientras que se neutraliza el UW en 10 años

Durante mayo continuaron las negociaciones entre la administración estadounidense y sus principales socios comerciales, sin alcanzarse acuerdos concretos, pero con un tono más moderado que en abril. En este contexto, la política comercial no tuvo un impacto significativo sobre la curva de rendimientos. No obstante, las tasas de interés se mantuvieron presionadas al alza ante los renovados temores fiscales, producto del avance en el Congreso de la *One Big Beautiful Bill* (OBBB) y del *downgrade* en la perspectiva de la calificación crediticia soberana por parte de Moody's, lo que reavivó la preocupación en torno al deterioro fiscal. Como resultado, la tasa del *treasury* a 30 años volvió a superar el 5%, mientras que la parte corta de la curva también registró un aumento, reflejando la resiliencia de la economía estadounidense y el consecuente retraso en las expectativas de recortes por parte del mercado.

Por el lado de datos económicos, la actividad en EE.UU. continúa dando señales de moderación. En mayo, las proyecciones de consenso de Bloomberg ajustaron levemente a la baja el crecimiento esperado para 2025, desde 1.4% a 1.3%, mientras que para 2026 se mantuvo sin cambios en 1.5%. El mercado laboral sigue mostrando solidez, aunque comienza a evidenciar una moderación gradual: en mayo se crearon 139,000 empleos, por encima de lo esperado, aunque las revisiones de los meses previos restaron 95,000 puestos al total. En cuanto a los precios, la inflación en mayo se aceleró levemente a 2.4% interanual, en línea con las expectativas del mercado, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.8%, sorprendiendo a la baja por cuarto mes consecutivo. Es así que, las presiones inflacionarias siguen

contenidas, y aún no se observa un impacto significativo derivado de las medidas arancelarias, posiblemente porque las empresas han absorbido parte de los costos o ajustado inventarios de forma preventiva.

Por su parte, en mayo el Banco de la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia estable en 4.50%, conservando el tono más restrictivo de las últimas reuniones. Varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) han señalado que no hay urgencia en realizar ajustes de política monetaria, dado que el mercado laboral continúa mostrando solidez y persisten dudas sobre cómo los nuevos aranceles podrían impactar en la inflación. Esto refuerza una postura de cautela por parte de la autoridad monetaria en el corto plazo. Asimismo, en la próxima reunión se publicará una actualización del *dot plot* del Fed, en donde conoceremos las nuevas proyecciones del comité.

Por otro lado, el mercado continúa moderando sus expectativas de recortes de tasas de interés, esperándose dos bajas durante la segunda mitad del año, en las reuniones de septiembre y diciembre, en línea con la fortaleza del mercado laboral norteamericano y la mejora de perspectivas comerciales que no justificarían una política monetaria aún más expansiva. En este contexto, y en combinación con el aumento de los ruidos fiscales, las tasas de interés se mantienen elevadas y el *treasury* a 10 años continúa en torno al 4.5%, mientras que la tasa del *treasury* a 2 años sube hasta 4.0%, con una curva que se mantiene empinada con un diferencial 10-2 años cercano a los 50 pbs.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene en niveles relativamente moderados con respecto a los elevados niveles del principio de abril y cae a 91 pts., en línea con la recuperación de los mercados y la disminución de las tensiones comerciales. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, también muestran una caída con respecto al mes anterior, registrando 2.30% y 2.28% respectivamente, a medida que los últimos datos inflacionarios han sorprendido a la baja y aun no observamos el impacto inflacionario de los aranceles, lo que mantiene las expectativas ancladas a la meta del 2%.

Dado lo anterior, si bien esperamos que la actividad económica continúe moderándose, seguimos observando cierta resiliencia en la economía norteamericana y anticipamos que el ajuste del mercado laboral continuará de forma gradual. Por ello, no proyectamos una recesión en EE.UU. en el mediano plazo. Por otro lado, hacia adelante estimamos que el ruido en torno al déficit fiscal estadounidense se mantendrá elevado, en la medida en que la administración de Trump continúe impulsando una expansión del desequilibrio fiscal con la proclamación de la *One Big Beautiful Bill* (OB BB). En este contexto, se mantiene una posición corta en duración con respecto al *benchmark*, manteniendo el *OW* en *treasuries* de 2 años y el *UW* en *treasuries* de 30 años, en respuesta a la volatilidad que han mostrado las tasas largas frente a las noticias fiscales. Por otro lado, se neutraliza la posición en *treasuries* a 10 años, dado el nivel actual de las tasas y las perspectivas de una eventual desaceleración en EE.UU. Finalmente, se mantiene una posición neutral en TIPS

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se lleva a *UW* desde neutral

Durante mayo, las tensiones comerciales continuaron moderándose a medida que EE.UU. avanzó en la negociación de nuevos acuerdos bilaterales, lo que contribuyó a reducir la incertidumbre global. En este contexto, los mercados de crédito Investment Grade en EE.UU. y Europa mostraron un comportamiento alineado, con una compresión generalizada de *spreads* y un repunte en las tasas soberanas, reflejando una mejora en el apetito por riesgo y una menor percepción de riesgo recesivo. En EE.UU., la actividad sigue perdiendo tracción: las proyecciones de crecimiento para 2025 se

ajustaron levemente a la baja, mientras que la inflación volvió a sorprender a la baja en mayo. El mercado laboral se mantiene resiliente, aunque muestra señales de una desaceleración gradual. En este escenario, el Fed mantuvo su tasa sin cambios en 4.50% y reiteró una postura *hawkish*, subrayando que no hay urgencia en iniciar recortes hasta contar con mayor claridad sobre la evolución del mercado laboral y los precios. En Europa, la inflación de mayo sorprendió a la baja y el BCE respondió recortando su tasa de depósito en 25 pbs., llevándola a 2.00%. La decisión se apoyó en la caída de la inflación y en el aumento de los riesgos macroeconómicos derivados de las tensiones comerciales. Además, el banco revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2025 y de inflación para 2026, esta última hasta 1.6%. El mercado interpretó la reunión con un sesgo *dovish* y anticipa un nuevo recorte hacia septiembre. Así, mientras el Fed opta por esperar, el BCE avanza con cautela en la normalización de su política monetaria, en un entorno global cada vez más incierto para el crédito.

En cuanto a *Investment Grade*, en mayo, la clase de activo Investment Grade global registró una rentabilidad de USD 0.2%, en un mes donde el alza en las tasas soberanas afectó especialmente a los activos de mayor duración. Aun así, la compresión de *spreads* en EE.UU. y Europa, en línea con la moderación de riesgos globales, contribuyó a sostener retornos positivos. Desde una perspectiva de riesgo-retorno, la clase de activo sigue siendo atractiva gracias a su mayor calidad crediticia y un *yield* de 4.6%. No obstante, en términos de valorizaciones, el nivel actual de *spreads* luce ajustado y poco consistente con el escenario de desaceleración económica en EE.UU., por lo que vemos espacio para nuevas expansiones en el margen. Además, la mayor duración relativa del Investment Grade nos lleva a mantener una visión más cautelosa frente a otras alternativas dentro del crédito global. Debido a esto, **toma una posición *underweight* en Global Investment Grade.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

En cuanto a *high yield*, durante mayo, la clase de activo revirtió las caídas acumuladas en lo que va del año y volvió a recuperarse, en línea con la disminución de las tensiones globales y el avance en las negociaciones comerciales. Si bien persiste la incertidumbre económica, algunos datos continúan mostrando señales de resiliencia en la economía estadounidense, como los PMI en expansión. No obstante, se sigue proyectando una desaceleración significativa para este año, con un crecimiento por debajo del potencial. En este contexto de relativa estabilidad macroeconómica y menor aversión al riesgo, los *spreads* de los activos de *high yield* se comprimieron de forma considerable, volviendo a ubicarse por debajo de sus promedios históricos. Así, la clase de activo mostró un desempeño superior al resto de la renta fija, con una rentabilidad mensual de 1.7%.

Con la llegada de junio, la clase de activo continúa con su buen desempeño, en línea con el impulso de los mercados accionarios, en un entorno de tasas de interés que se mantienen elevadas y *spreads* que siguen comprimiéndose. Por otro lado, el *high yield* aún ofrece un rendimiento atractivo del 7.1%. Sin embargo, las valorizaciones comienzan a lucir nuevamente ajustadas y, en un contexto económico todavía incierto, consideramos que en el corto plazo persiste el riesgo de nuevas ampliaciones de *spreads*. No obstante, el mayor *carry* de la clase de activo y su menor duración han contribuido a mantener su resiliencia frente a este entorno desafiante de recuperación de los mercados. **Dado lo anterior, se mantiene una postura neutral en Global High Yield.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener la posición neutral en deuda soberana, bonos corporativos HY, bonos corporativos IG y local markets. Neutral en todas las clases de activo

Durante mayo, la curva de tasas de bonos del Tesoro estadounidense registró alzas, especialmente en los tramos medios y largos, lo que provocó un nuevo empinamiento. Este movimiento alcista de las tasas estadounidenses fue más marcado en la primera mitad del mes, y aunque hacia el cierre se observó una ligera baja, concluyeron el período con un aumento neto. Las tasas del resto del mundo han seguido la dinámica de los rendimientos estadounidenses, aunque manteniendo ajustes de menor magnitud, reflejando una respuesta más contenida frente a los movimientos del mercado norteamericano. Durante el último mes, la deuda soberana emergente tuvo un rendimiento de USD 1.1%, superando a su contraparte de economías desarrolladas (USD -0.3%). Por su parte, la deuda corporativa emergente que registró un desempeño de USD 0.6%, por encima de la corporativa desarrollada (USD 0.2%).

Para la deuda soberana, esta primera semana de junio ha mantenido su *outperformance* por sobre la desarrollada. Si bien los últimos datos de inflación en EE.UU. han mostrado una tendencia a la baja, persisten riesgos al alza, y las proyecciones sugieren un repunte inflacionario hacia el cierre del año. En contraste, China podría ejercer presiones deflacionarias sobre otras economías emergentes, dada su estrecha integración comercial. De esta forma, frente a este panorama global aún incierto y volátil para la renta fija, pero con estas fuerzas contrapuestas, se opta por mantener una posición neutral en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa emergente, se mantiene la posición neutral en bonos corporativos *Investment Grade*. Durante mayo, la clase de activo mantuvo un rendimiento positivo, alcanzando un desempeño de USD 0.2%. Los *spreads* de esta clase de activo se han ido comprimiendo, alineado a sus homólogos desarrollados y acercándose a los niveles previos al *Liberation Day*. Por otro lado, los *yields* ofrecidos por estos instrumentos se han mantenido relativamente estables desde finales de 2024, situándose en torno al 5.6%, levemente por encima de los *yields* de deuda corporativa estadounidense de igual grado de inversión.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo anotó un desempeño positivo de USD 1.2% durante mayo, siendo uno de los instrumentos de renta fija con mejor rendimiento, en línea con el repunte de la renta variable. Por un lado, la clase de activo presenta niveles de *yields* bastante atractivos, lo que puede incentivar el ingreso de capitales. Sin embargo, la compresión de los *spreads* luego de las alzas de abril ha sido bastante más lenta en comparación a desarrollados, mostrando una mayor cautela por parte de los inversionistas frente a estos instrumentos. En línea con esto, el diferencial de *spreads* emergentes y estadounidenses se encuentra ya bastante cerca de su promedio de cinco años, luego de haberse alejado de este hasta 100 pbs. De esta forma, se decide mantener en neutral la exposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, la mayoría de las monedas emergentes anotaron un mayo apreciativo, mientras que el DXY marcó una depreciación marginal. Aunque esta primera semana de junio se mantienen estos comportamientos, la apreciación de las divisas emergentes vendría más por la debilidad del dólar que por fundamentos internos de cada país. De esta forma, si esta debilidad del dólar es incluso menos pronunciada, la apreciación de las monedas emergentes puede moderarse o ser menos significativa. Así, se mantiene la posición neutral en *local markets*.

En línea con lo anterior, **se mantiene en neutral la posición en deuda soberana, bonos corporativos IG y HY, así como en local markets.**

Exposición a Monedas | Junio 2025

Monedas	Bench.	May	Jun	OW/UW		Cambio
USD	55.1%	54.6%	55.1%	N		+
EUR	7.5%	7.5%	7.7%	OW	0.2%	+
GBP	1.5%	1.4%	0.9%	UW	-0.5%	-
JPY	2.35%	2.6%	2.55%	OW	0.2%	-
GEMs	33.7%	34.0%	33.8%	OW	0.1%	-
	100.0%	100.0%	100.0%			

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se neutraliza la posición en dólares y se lleva a OW euros, yenes y monedas emergentes.

Resultados TAACo Global | Mayo 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Indices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	48%	-2%	5.3%	2.65%	2.53%	-5.2	-1.1
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.1%	0.06%	0.06%	10.4	0.9
Caja	0%	6%	6%	0.4%	0.0%	0.02%	-14.0	
Oro	0%	0%	0%	-0.7%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.02%	2.4	
Portfolio					2.71%	2.64%	-6.4	-0.2
Outperformance / Underperformance (bps)								-6.6
Europe ex UK	13.7%	13.7%	0.0%	3.8%	0.52%	0.52%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	0.0%	5.3%	0.06%	0.06%	0.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	4.4%	0.13%	0.13%	0.0	
US Large Cap Growth	17.3%	17.3%	0.0%	10.0%	1.72%	1.72%	0.0	
US Large Cap Value	14.7%	13.7%	-1.0%	2.3%	0.34%	0.32%	3.0	
US Small Caps	3.5%	2.5%	-1.0%	5.8%	0.20%	0.14%	-0.5	
Japan	4.7%	4.7%	0.0%	4.0%	0.19%	0.19%	0.0	
Desarrollados	58.0%	56.0%	-2.0%	5.4%	3.16%	3.08%	2.5	
LatAm	4.4%	4.9%	0.5%	1.6%	0.07%	0.08%	-1.9	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	4.3%	0.03%	0.06%	-0.5	
China	12.3%	13.3%	1.0%	2.7%	0.34%	0.36%	-2.6	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	6.3%	1.24%	1.24%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	9.5%	0.46%	0.46%	0.0	
Emergentes	42.0%	44.0%	2.0%	5.1%	2.14%	2.20%	-4.9	
Equities					5.30%	5.28%	-2.4	
Treasuries 2Y	8.3%	9.3%	1.0%	-0.3%	-0.02%	-0.03%	-0.4	
Treasuries 10Y	11.1%	10.6%	-0.5%	-1.4%	-0.16%	-0.15%	0.8	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-3.2%	-0.19%	-0.18%	1.7	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	-0.6%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	0.2%	0.05%	0.05%	0.0	
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	0.0%	1.6%	0.06%	0.06%	0.0	
Deuda Desarrollados	58.6%	58.6%	0.0%	-0.5%	-0.28%	-0.26%	2.0	
EMBI	9.5%	9.5%	0.0%	1.1%	0.11%	0.11%	0.0	
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	0.0%	0.2%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	3.8%	0.0%	1.0%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Local Markets	25.3%	25.3%	0.0%	1.0%	0.25%	0.25%	0.0	
Deuda Emergente	41.4%	41.4%	0.0%	1.0%	0.40%	0.40%	0.0	
Fixed Income					0.12%	0.14%	2.0	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 31 de mayo de 2025

En mayo el TAACo optó por una posición *underweight* en acciones (48%), mantuvo la subexposición en bonos (46%) y la sobreexposición en caja (6%). Al 31 de mayo la cartera tuvo una ganancia mensual de 2.6%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (2.7%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** restó valor por la posición corta en acciones y larga en caja, lo que no logró ser compensado por las ganancias del corto en renta fija y la cobertura de monedas. La **selección de instrumentos** restó valor en el margen: contribuyó negativamente el largo en acciones de América Latina y China, mientras que la contribución positiva del corto en acciones US *Value* no logró compensar. En la cartera de renta fija contribuyeron positivamente las posiciones cortas en bonos del Tesoro norteamericano de 10 y 30 años.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.6%	3.3%	5.9%	9.1%	5.9%	6.2%	4.4%	5.2%	10.4%
Benchmark	2.7%	3.1%	5.9%	9.5%	6.1%	5.1%	3.8%	4.0%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-7	20	4	-37	-14	112	56	123	
Acciones	5.3%	4.8%	7.6%	11.9%	8.6%	10.1%	5.6%	4.2%	15.2%
Benchmark	5.3%	4.9%	7.8%	12.2%	9.1%	10.0%	5.6%	3.8%	15.1%
Europe ex UK	3.8%	7.2%	19.3%	10.0%	10.2%	10.0%	4.4%	3.4%	18.4%
Europe Small Cap ex UK	5.3%	13.4%	21.4%	9.0%	5.0%	8.5%	5.5%	7.2%	21.5%
UK	4.4%	8.0%	17.6%	16.2%	11.2%	14.0%	4.9%	5.1%	16.2%
US Large Cap Growth	10.0%	2.5%	0.1%	19.2%	21.5%	18.5%	16.7%	--	20.8%
US Large Cap Value	2.3%	-3.7%	2.4%	8.3%	7.2%	11.8%	8.1%	--	14.6%
US Small Caps	5.8%	-3.4%	-4.9%	2.8%	5.7%	11.5%	7.7%	8.8%	20.6%
Japan	4.0%	8.6%	8.8%	9.0%	9.0%	6.2%	3.6%	2.3%	14.8%
Desarrollados	5.9%	2.1%	4.9%	13.7%	13.2%	14.2%	9.9%	7.2%	14.8%
LatAm	1.6%	13.9%	22.4%	0.4%	2.8%	10.9%	3.2%	7.4%	25.4%
LatAm Small Cap	4.3%	19.9%	28.9%	-1.8%	-0.9%	6.2%	0.4%	5.7%	27.0%
China	2.7%	0.3%	13.1%	26.5%	4.0%	0.0%	1.2%	7.7%	28.2%
EM Asia ex China	6.3%	9.1%	4.2%	7.3%	6.7%	13.0%	7.2%	--	17.8%
EM Asia Small Cap	9.5%	11.2%	3.2%	5.3%	8.8%	14.8%	5.1%	9.1%	15.8%
EM Europe and Middle East	0.8%	3.8%	8.9%	14.5%	0.8%	2.1%	-2.2%	2.6%	15.5%
Emergentes	4.3%	6.3%	8.7%	13.0%	5.7%	5.8%	4.1%	7.9%	14.8%
Renta fija	0.1%	1.4%	3.8%	6.7%	3.1%	0.5%	2.0%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.1%	1.3%	3.8%	6.7%	2.9%	0.1%	1.7%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	-0.3%	1.0%	2.1%	5.4%	2.5%	0.9%	1.3%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	-1.4%	-0.4%	3.3%	4.9%	-0.7%	-3.7%	0.3%	3.3%	8.0%
Treasuries 30Y	-3.2%	-5.8%	-0.3%	-0.7%	-7.4%	-10.9%	-1.6%	3.7%	15.4%
US Tips	-0.6%	0.2%	3.7%	5.7%	0.9%	1.6%	2.5%	4.3%	6.2%
Global Corporate IG	0.2%	2.6%	5.0%	7.4%	3.4%	0.6%	2.2%	4.4%	8.3%
Global Corporate HY	1.6%	2.4%	4.6%	10.0%	7.2%	5.3%	4.6%	6.9%	7.8%
Deuda Desarrollados [1]	-0.4%	0.8%	3.7%	5.9%	1.6%	0.0%			
EMBI	1.1%	0.1%	3.2%	8.0%	5.7%	2.0%	3.1%	6.8%	9.4%
EM Corporate IG	0.2%	0.4%	2.8%	6.5%	4.1%	1.2%	2.7%	--	5.6%
EM Corporate HY	1.0%	-0.2%	2.3%	7.9%	6.8%	3.3%	4.4%	--	8.0%
EM Local Markets	1.0%	4.0%	4.9%	7.5%	3.8%	2.2%	2.1%	--	7.2%
Deuda Emergentes [1]	1.0%	2.1%	4.0%	7.7%	4.7%	0.0%			
Caja	0.4%	1.1%	1.8%	4.8%	4.5%	2.7%	1.9%	1.7%	0.7%
Oro	-0.7%	15.6%	25.6%	39.6%	21.2%	13.6%	10.6%	11.0%	15.0%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera Índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente informe.