

Julio 2025

| TAACo Global               | Desempeño |         |       |       |         |         |          |                   | Volatilidad 5 años * |
|----------------------------|-----------|---------|-------|-------|---------|---------|----------|-------------------|----------------------|
|                            | Jun       | 3 meses | YTD   | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio * ** |                      |
| TAACo                      | 3.3%      | 7.6%    | 9.4%  | 11.2% | 9.3%    | 6.2%    | 4.9%     | 5.3%              | 10.4%                |
| Benchmark                  | 3.4%      | 7.6%    | 9.4%  | 11.7% | 9.4%    | 5.2%    | 4.3%     | 4.1%              | 10.2%                |
| Out/Underperformance (bps) | -7        | -2      | -4    | -50   | -15     | 106     | 59       | 122               |                      |
| Acciones                   | 4.9%      | 12.3%   | 12.9% | 14.9% | 13.7%   | 10.2%   | 6.5%     | 4.4%              | 15.2%                |
| Benchmark                  | 4.9%      | 12.3%   | 13.1% | 15.3% | 14.0%   | 10.1%   | 6.4%     | 3.9%              | 15.1%                |
| Renta Fija                 | 1.8%      | 2.9%    | 5.7%  | 8.0%  | 4.9%    | 0.6%    | 2.3%     | 4.3%              | 6.5%                 |
| Benchmark                  | 1.8%      | 2.9%    | 5.7%  | 8.0%  | 4.8%    | 0.2%    | 1.9%     | 3.7%              | 6.5%                 |
| Caja                       | 0.3%      | 1.1%    | 2.1%  | 4.7%  | 4.6%    | 2.8%    | 2.0%     | 1.7%              | 0.7%                 |
| Oro                        | 0.3%      | 5.5%    | 26.0% | 41.0% | 21.9%   | 13.2%   | 10.9%    | 11.0%             | 15.0%                |

Resultados al 30 de junio de 2025

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Brace for impact<sup>1</sup>

Junio fue un mes en el que se exacerbó el *momentum*; el mercado experimentó una suerte de “*sugar rush*”<sup>2</sup> y las acciones globales, medidas a través del índice MSCI ACWI, subieron USD 4.5% en el mes. En EE.UU. el desempeño también fue positivo, y mayor aún en las acciones tecnológicas; el Nasdaq subió 6.6% en junio. Los mercados emergentes se sumaron al rally, y los bonos también lograron anotar rendimientos positivos tanto por caídas de tasas como compresión de *spreads*, aunque en menor magnitud.

Pareciera que el mercado pasó en junio del *TACO trade* (*Trump always chickens out*, Trump siempre se acobarda) al *YOLO trade* (*You only live once*, solo se vive una vez), tomando la mayor cantidad de riesgo posible.

A pesar de los obstáculos y volatilidad que observamos en algunos momentos del mes, tras disiparse algunos focos de incertidumbre, el MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- rompió la barrera de los 90 pts. y durante algunos días del mes se ubicó en mínimos no observados desde febrero pasado. Por otro lado, la volatilidad del mercado accionario estadounidense (VIX) también bajó hasta ubicarse ~16%, un nivel que históricamente se asocia con cierta calma en el entorno económico global.

Con todo, el mercado parece complaciente, a pesar de una serie de eventos que se están dando y darán durante julio, y que supondrán nuevas presiones para los activos de riesgo. Por un lado, está la aprobación de la *One Big Beautiful Bill*, que según estimaciones del

<sup>1</sup> “Prepárate para el impacto”, canción de Sturgill Simpson

<sup>2</sup> En español, “subidón de azúcar”

## Índice

Brace for impact..... 1

Asignación de Activos | Julio 2025 ..... 4

Resultados TAACo Global | Junio 2025 ..... 23

Desempeño Histórico ..... 24

Se exagera *momentum* accionario en junio

Del TACO al YOLO *trade*

Volatilidad baja

*Congressional Budget Office* (CBO en adelante) podría aumentar el déficit fiscal en USD 3.4 trn. en los próximos 10 años, manteniéndose en torno a 7% del PIB hacia adelante y sumando nuevas presiones fiscales durante el mandato de Trump. Entre otras cosas, esta medida incluye la extensión de las exenciones tributarias realizadas por Trump en 2017, la eliminación del impuesto verde, recortes en algunos programas sociales y mayor financiamiento para defensa y seguridad fronteriza.

Aprobación reforma fiscal  
agrega ruidos fiscales

Por otro lado, el 9 de julio se acababa el plazo de la tregua arancelaria de 90 días y se conocen pocos países con acuerdos comerciales con EE.UU. como el Reino Unido, China y Vietnam. En lo más reciente, Trump extendió la fecha del fin de la tregua para el 1 de agosto y envió cartas a algunos países como Japón, Corea del Sur y Sudáfrica, que enfrentarán aranceles de 25% los dos primeros y 30% el último. Otras declaraciones del mandatario apuntan a que las tasas finales podrían ascender hasta 70% para algunos países, lo que supone un escenario peor al esperado por el mercado, donde se especulaba que China terminara con aranceles de 30% y el resto del mundo del orden de 10%.

Desenlace de tensiones  
comerciales aún incierto

Durante junio sí hubo una serie de eventos que inyectaron volatilidad, pero de carácter más bien transitorio. Por un lado, el conflicto armado entre Irán e Israel llevó al precio del petróleo a exhibir variaciones de dos dígitos en menos de 24 horas y en distintas direcciones. No obstante, el cese al fuego de esta llamada “guerra de 12 días” anunciado por Donald Trump permitió que volviera la calma a los mercados. Hacia adelante, se hace poco probable que se bloquee el estrecho de Ormuz, ya que de los 20 millones de barriles diarios que transitan por ahí, un 33% se dirigen a China, uno de los mayores aliados de Irán.

“Guerra de 12 días”  
inyectó volatilidad al precio  
del petróleo

Con respecto a las tasas de interés, el Fed se reunió y publicó su documento de proyecciones, señalando un tono más *hawkish* y con una proyección de dos recortes al cierre del año, elevando su proyección de desempleo a 4.5% y de inflación subyacente PCE a 3.1% para fines de 2025. Por su parte, revisó a la baja su estimación de crecimiento para este año a 1.4%. Sin embargo, tras esta reunión, una serie de miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) emitieron comentarios más *dovish* en distintas actividades, favoreciendo retomar los recortes de tasas en su reunión de julio. Esto, en un contexto en que es probable que el presidente de EE.UU. nombre al nuevo presidente del Fed el primer trimestre del próximo año.

Fed más *hawkish*, pero  
disidencia entre sus  
miembros

Los datos económicos de EE.UU. han sido mixtos, y su publicación ha permeado en los precios y tasas de interés. Por un lado, conocimos la tercera revisión del PIB del primer trimestre de 2025, que se ajustó a la baja hasta una contracción de 0.5% trimestral anualizado ante un consumo más débil. De lo contrario, los datos del mercado laboral de junio mostraron una creación de empleos sobre lo esperada, y la tasa de desempleo bajó hasta 4.1%, también mejor a las expectativas. Así, el mercado ha fluctuado entre internalizar 2 recortes de tasas para este año, hasta cerca de 3.

Datos económicos de  
EE.UU. mixtos

Durante agosto se realizará el Simposio Económico de Jackson Hole, que anualmente reúne a banqueros centrales de todo el mundo. Podríamos esperar que, tras esta instancia, veamos a los miembros del FOMC algo más alineados y con una mirada más clara de qué rumbo tomará la política monetaria.

Jackson Hole será clave para el rumbo de la política monetaria

Otra tendencia que ha continuado es la debilidad del dólar. En junio, el índice DXY se depreció otro 2.5%, y acumula ~10% en lo corrido del año. Esto hace que en el corto plazo el panorama sea más desafiante, aun cuando podría seguir cediendo en el mediano plazo. Según la última encuesta a gestores de fondos de Bank of America, uno de los *trades* más saturados es la posición corta en dólar, que está en su mayor nivel desde 2005.

Posición corta en dólar como uno de los *trades* más saturados

En mercados emergentes, las acciones chinas se unieron al *momentum* de junio, pero con alzas más acotadas (índice MSCI China +3.7% en USD). Los datos económicos siguen mixtos y no se ve una aceleración clara del consumo doméstico, en tanto la brecha entre producción industrial y ventas minoristas se amplía, en línea con la sobrecapacidad de la que hablamos el mes pasado. Ahora con el acuerdo comercial entre China y EE.UU. -del que no tenemos mucho detalle-, es probable que el *momentum* se frene y el mercado quede a merced de una corrección tras el alza de ~38% desde septiembre del año pasado. Por el lado de las autoridades, no creemos que anuncien un paquete significativo de estímulos económicos y monetarios antes de septiembre, mes en el que todavía queda un trimestre para alcanzar la meta de crecimiento autoimpuesta por el gobierno de 2025.

Podría gatillarse una corrección en el mercado chino

Así, comienza a configurarse un escenario en el que se hace más atractivo una preferencia por acciones de Asia Emergente fuera de China, que en el gigante asiático específicamente. Países como Taiwán, Corea del Sur e India están mejor posicionados y tienen una alianza más clara con EE.UU., en comparación a China. Algunos de estos mercados se favorecen de valorizaciones atractivas y del *momentum* de las acciones tecnológicas alrededor del mundo. Por otro lado, Corea del Sur cuenta con un significativo rezago accionario, en tanto India tiene una sólida situación macroeconómica, junto con estabilidad política interna y externa.

Aumenta atractivo de Asia emergente ex China

Si bien aún es muy pronto para describir el impacto de los aranceles, estos se comenzarán a ver con el paso del tiempo. Julio será un mes de importantes definiciones y se abrirá un espacio para corrección, por lo que mantenemos la asignación conservadora en el portafolio, con un leve corto en acciones y una subponderación más pronunciada de la renta fija, para dejar una posición en caja. Dentro de la cartera accionaria seguimos prefiriendo acciones emergentes sobre desarrolladas, y con una sobrexposición en acciones estadounidenses del tipo *Growth* por la continuación de este *momentum*. En el portafolio de bonos, mantenemos el corto en duración, aumentando nuestra exposición a renta fija emergente.

Se mantiene un portafolio conservador

### Asignación de Activos | Julio 2025

| TAACo Global                  | Bench.       | Jun          | Jul          | OW / UW   |              | Cambio       |   |                                                                              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|---|------------------------------------------------------------------------------|
| Acciones                      | 50%          | 48%          | 48%          | UW        | -2%          |              |   |                                                                              |
| Renta Fija                    | 50%          | 46%          | 46%          | UW        | -4%          |              |   | UW bonos y acciones, OW caja                                                 |
| Caja                          |              | 6%           | 6%           | OW        | 6%           |              |   |                                                                              |
| Oro                           |              |              |              | N         |              |              |   |                                                                              |
| <b>Total Cartera</b>          |              |              |              |           |              |              |   |                                                                              |
| Europe ex UK                  | 13.7%        | 13.7%        | 13.2%        | UW        | -0.5%        | -0.5%        | - | EE.UU.: OW Large Cap Growth, se neutraliza Value y Small Cap desde UW        |
| Europe Small Cap ex UK        | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | N         |              |              |   |                                                                              |
| UK                            | 2.9%         | 1.9%         | 1.9%         | UW        | -1.0%        |              |   |                                                                              |
| US Large Cap Growth           | 17.3%        | 17.8%        | 17.8%        | OW        | 0.5%         |              |   |                                                                              |
| US Large Cap Value            | 14.7%        | 13.7%        | 14.7%        | N         |              | 1.0%         | + | UW Reino Unido y Europa, este último desde neutral                           |
| US Small Caps                 | 3.5%         | 2.5%         | 3.5%         | N         |              | 1.0%         | + |                                                                              |
| Japan                         | 4.7%         | 4.7%         | 3.7%         | UW        | -1.0%        | -1.0%        | - | UW Japón desde neutral                                                       |
| <b>Mercados desarrollados</b> | <b>58.0%</b> | <b>55.5%</b> | <b>56.0%</b> | <b>UW</b> | <b>-2.0%</b> | <b>0.5%</b>  | + |                                                                              |
| LatAm                         | 4.4%         | 5.4%         | 5.4%         | OW        | 1.0%         |              |   | OW LatAm Large y Small Cap                                                   |
| LatAm Small Cap               | 0.8%         | 1.3%         | 1.3%         | OW        | 0.5%         |              |   |                                                                              |
| China                         | 12.3%        | 13.3%        | 12.3%        | N         |              | -1.0%        | - | Neutral China, desde OW                                                      |
| EM Asia ex China              | 19.6%        | 19.6%        | 20.1%        | OW        | 0.5%         | 0.5%         | + | OW Asia EM ex. China desde neutral                                           |
| EM Asia Small Cap             | 4.9%         | 4.9%         | 4.9%         | N         |              |              |   |                                                                              |
| <b>Mercados emergentes</b>    | <b>42.0%</b> | <b>44.5%</b> | <b>44.0%</b> | <b>OW</b> | <b>2.0%</b>  | <b>-0.5%</b> | - |                                                                              |
| <b>Total Acciones</b>         |              |              |              |           |              |              |   |                                                                              |
| Treasuries 2Y                 | 8.3%         | 9.3%         | 9.3%         | OW        | 1.0%         |              |   | En renta fija: UW duración                                                   |
| Treasuries 10Y                | 11.1%        | 11.1%        | 11.1%        | N         |              |              |   |                                                                              |
| Treasuries 30Y                | 6.1%         | 5.6%         | 5.6%         | UW        | -0.5%        |              |   | US treasuries: OW 2 años y UW 30 años                                        |
| US Tips                       | 2.6%         | 2.6%         | 2.6%         | N         |              |              |   |                                                                              |
| Global Corporate IG           | 26.5%        | 26.0%        | 26.0%        | UW        | -0.5%        |              |   | Neutral TIPS y UW Global IG y HY, este último desde neutral                  |
| Global Corporate HY           | 4.0%         | 4.0%         | 3.5%         | UW        | -0.5%        | -0.5%        | - |                                                                              |
| <b>Deuda desarrollados</b>    | <b>58.6%</b> | <b>58.6%</b> | <b>58.1%</b> | <b>UW</b> | <b>-0.5%</b> | <b>-0.5%</b> | - |                                                                              |
| EMBI                          | 9.5%         | 9.5%         | 9.5%         | N         |              |              |   | RF emergente: se lleva a OW CEMBI IG, neutral EMBI, CEMBI HY y Local Markets |
| EM Corporate IG               | 2.8%         | 2.8%         | 3.3%         | OW        | 0.5%         | 0.5%         | + |                                                                              |
| EM Corporate HY               | 3.8%         | 3.8%         | 3.8%         | N         |              |              |   |                                                                              |
| EM Local Markets              | 25.3%        | 25.3%        | 25.3%        | N         |              |              |   |                                                                              |
| <b>Deuda emergente</b>        | <b>41.4%</b> | <b>41.4%</b> | <b>41.9%</b> | <b>OW</b> | <b>0.5%</b>  | <b>0.5%</b>  | + |                                                                              |
| <b>Total Renta Fija</b>       |              |              |              |           |              |              |   |                                                                              |

### RENTA VARIABLE

#### EUROPA EX UK: se reduce a *underweight Large Cap* desde *neutral* y *Small Cap* se mantiene *neutral*

En junio, las acciones europeas siguieron extendiendo el rally, pero nuevamente quedaron rezagadas respecto de otros mercados desarrollados. El Stoxx 50 subió USD 2.4%, bajo el 5% del S&P 500 y el 6.3% del Nasdaq 100. Al 7 de julio, Europa tiene un desempeño marginalmente positivo, en un contexto donde los riesgos globales siguen elevados y aún no se ha logrado un acuerdo comercial con EE.UU.

El bloque europeo se encuentra negociando con EE.UU. para alcanzar un acuerdo y así evitar una escala arancelaria. La Unión Europea (UE) estaría dispuesta a aceptar el arancel universal de 10% de Trump, pero negociaría exenciones en sectores como productos farmacéuticos, alcohol, semiconductores y aviones comerciales. Además, se buscaría disminuir el arancel de 25% a los automóviles, y el impuesto de 50% al acero y aluminio.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de junio subió a 2% interanual (desde 1.9%), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.3%. La autoridad monetaria estima que la inflación se mantendría en torno a la meta del 2% en una base sostenible como resultado de la moderación en los salarios, precios de energía más bajos y un euro más fuerte. Así, el Banco Central Europeo (BCE) recortó nuevamente en junio sus tasas de interés en 25 pbs., situando la tasa de depósito en 2.00%. La decisión, ampliamente anticipada por el mercado, respondió a una inflación que converge a la meta 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 entre septiembre y octubre, nivel en el que se quedarían las tasas hasta 2026.

Hacia adelante, persiste la incertidumbre respecto al impacto que puedan tener los aranceles estadounidenses sobre los precios, aunque una desaceleración del comercio internacional —especialmente con China— podría generar presiones deflacionarias en el resto del mundo. Por otro lado, el índice de sorpresas económicas de la Eurozona se mantiene al alza en julio. El PMI de manufactura sube en junio a 49.5 pts. y se sigue acercando a los 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector), su mejor nivel en casi 3 años; mientras el PMI de servicios vuelve a ubicarse sobre 50 pts. (50.5 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 observa que las entradas de flujos en las últimas semanas han perdido la fortaleza del mes previo.

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 1.8% en julio). Esta misma tendencia se observa en los dos principales países, Francia y Alemania.

En línea con una pérdida de *momentum* accionario y de flujos, y débiles perspectivas económicas y corporativas, **se decide llevar a *underweight* las acciones *Large Cap* desde *neutral* y mantener en *neutral* *Small Cap*.**

## REINO UNIDO: Se mantiene *UW*

A pesar del repunte de los mercados globales y del acuerdo anunciado con EE.UU. a comienzos de mayo, el Reino Unido extendió el rezago de mayo a junio. El FTSE 100 subió USD 1.7%, muy por detrás del Nasdaq y el S&P 500, reflejando su menor exposición a sectores como tecnología. Mientras, la extensión del rally ha encarecido 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: las proyecciones para 2025 y 2026 se ajustaron marginalmente al alza (de 1% a 1.1% en 2025 y de 1.1% a 1.2% en 2026). La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían una contracción de 2.2%, 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 por alzas sostenidas de los alimentos. La inflación se mantuvo elevada en mayo (3.4% anual) al igual que la medida subyacente (3.5%). 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 lo elevada de la inflación, el mercado internaliza que el Banco de Inglaterra recorte dos veces más la tasa de referencia este año (agosto y noviembre).

En el plano político, durante junio se firmó un acuerdo comercial con EE.UU., el cual implica un 10% de aranceles a la mayoría de los bienes británicos, bajando desde 27.5% a 10% las tarifas a los primeros 100 mil automóviles enviados desde el Reino Unido a EE.UU. En el acuerdo también se consideran aranceles más bajos que los anunciados en abril para los sectores farmacéuticos, aeroespacial y de metales. No obstante el acuerdo, la popularidad del laborista Keir Starmer va en descenso a un año de haber asumido el gobierno. Las promesas de volver a impulsar la economía, fomentar el empleo y aliviar el costo de la vida se han transformado en decepción ante una economía débil y una inflación que no cede del todo. El aumento de las cotizaciones en seguridad social ha molestado a los empresarios, y recortes en los programas sociales a los ciudadanos, mientras se anticipan alzas de impuestos para financiar el programa de gobierno.

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

**ESTADOS UNIDOS: se eleva a neutral desde *underweight* las acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*, mientras que se mantiene el OW en *Large Cap Growth***

En junio, los mercados estadounidenses extendieron con fuerza la recuperación iniciada a fines de abril. El S&P 500 y el Nasdaq subieron 5% y 6.3% respectivamente. La recuperación fue liderada por el sector tecnológico -que subió casi 10%- y estuvo apoyada en la pausa en la aplicación de aranceles a los socios comerciales de EE.UU., a pesar de eventos que aumentaron la incertidumbre en ciertos momentos del mes, como el ataque de EE.UU. a centros nucleares en Irán. Los primeros días de julio, los principales índices norteamericanos se mantienen al alza luego de la aprobación de la *One Big Beautiful Bill Act*, a la espera del inicio de la temporada de reportes corporativos del 2do trimestre y a pesar del aumento de las tensiones comerciales.

A dos días de que se terminara el plazo para la postergación de la entrada en vigencia de los aranceles de EE.UU. a sus socios comerciales, el presidente Trump anunció el envío de cartas con aranceles que se implementarían el 1 de agosto a una serie de países. Entre ellos destacan aranceles a Japón y Corea del Sur del 25%, lo que podría llevar a un escenario en que los aranceles base serán más altos que el 10% que esperaba el mercado. De todas formas, la nueva postergación de 3 semanas para negociar -desde el 9 de julio al 1 de agosto- da tiempo para que los países continúen las negociaciones y se puedan alcanzar acuerdos comerciales.

El plan fiscal “*One Big Beautiful Bill*” (OB BB) impulsado por la administración Trump consiguió su aprobación en el Congreso en una votación ajustada. El plan contempla la extensión de los recortes de impuestos aprobados en 2017, recortes en el presupuesto de programas sociales (salud pública, alimentos, desempleados, entre otros) y mayor gasto en defensa y seguridad, incluido mayores controles migratorios. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) estima que este paquete aumentaría el déficit fiscal en USD 3.4 tr. durante los próximos diez años y que la deuda llegaría a casi USD 56 tr., sin considerar un mayor costo de endeudamiento derivado de tasas de interés más elevadas. Por su parte, la OB BB disipa el riesgo de un cese de funciones del gobierno al quedarse sin financiamiento pues aumenta en USD 5 tr. el techo de la deuda.

En cuanto a datos económicos, éstos han sido mixtos y la economía continúa mostrando señales de desaceleración. El PIB del primer trimestre fue corregido a la baja ante un consumo que se debilita y el mercado laboral muestra señales de fragilidad. Si bien durante junio se agregaron 147 mil nuevos empleos, dato sobre lo esperado, y la tasa de desempleo cayó inesperadamente a 4.1%, la participación laboral disminuyó y la creación de empleo privado decepcionó. Casi la mitad de los empleos creados en el mes fueron desde el sector público mientras la creación privada fue la más débil de los últimos 8 meses.

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.

En línea con una inflación que ha cedido, pero se mantiene sobre la meta, en su reunión de junio el Banco de la Reserva Federal decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 4.50%, reiterando su enfoque de espera y data dependencia. En la reunión también se actualizaron las perspectivas sobre la trayectoria de la tasa (*Dot Plot*), donde se mostró un sesgo algo más *hawkish* -hacia tasas más elevadas-, principalmente reflejado en las proyecciones para los próximos dos años; manteniendo la expectativa de dos recortes durante 2025. El mercado está alineado con el Fed, esperando que los recortes de tasas partan en septiembre.

Además, el Fed recortó su proyección de crecimiento para 2025 desde 1.7% a 1.4%, y para 2026 desde 1.8% a 1.6%, en línea con las revisiones realizadas por otros organismos internacionales. Asimismo, ajustó al alza sus estimaciones de inflación PCE para 2025, tanto en su versión *headline* como subyacente, en 0.3 puntos porcentuales, y en 0.2 puntos para el año 2026.

En cuanto al mercado, según EPFR, se observan salidas de flujos durante 6 de las últimas 8 semanas. 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 y buscar refugio en otras clases de activos.

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 que llegan a una desv. estándar sobre el promedio de 5 años, aunque con *underperformance* respecto a *growth*. Finalmente, las acciones *small cap*,

lucen con valorizaciones atractivas y aunque rentaron USD 5.2% en junio, mantienen el rezago en el mediano y largo 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. El crecimiento estaría impulsado por el sector tecnológico y servicios de comunicación, que tienen una alta ponderación en el índice de acciones tipo *growth*. A la espera de que comience la temporada de reportes corporativos del 2do trimestre, se proyecta un crecimiento de las utilidades del S&P 500 de 5%, el cual sería el menor desde el 4T23 y ha sido corregido a la baja desde un 9% estimado el 31 de marzo pasado.

**En línea con la fortaleza del *momentum* accionario y esperando sorpresas positivas desde la temporada de reportes, se mantiene el largo *growth*, donde hay predominancia del sector tecnológico, el cual continuaría beneficiándose del fuerte impulso asociado a la narrativa de la inteligencia artificial. Por su parte, se decide llevar a neutral desde *underweight* acciones *Large Cap Value* y *Small Cap* en la medida en que se aproxima el inicio del recorte de tasas de interés por parte del Fed, lo que beneficiaría a ambas clases de activos por su alta sensibilidad a las tasas.**

#### **JAPÓN: Se decide llevar a *underweight* la posición en acciones japonesas desde neutral**

Luego del “*Liberation Day*”, Japón resonó como uno de los países beneficiados con las negociaciones de reducción de aranceles y con prioridad sobre otros socios comerciales de EE.UU. Sin embargo, las negociaciones se estancaron; las autoridades japonesas señalaron en reiteradas ocasiones que se priorizaría la economía interna, el rechazo a los aranceles directos al sector automotriz y que no aceptarían un acuerdo apresurado. Aunque, la fecha límite de la pausa de los aranceles se extendió al 1 de agosto, Japón sufrió un revés y fue el primer país notificado con las cartas del presidente Trump y el arancel de los productos importados desde la economía nipona subirán a 25% (mayor al 24% conocido el 2 de abril) de no alcanzar un acuerdo durante julio.

Durante junio las acciones cayeron USD 0.7% durante los primeros dos tercios del mes, para luego recuperar con fuerza y subir USD 7.1% el último tercio ante la especulación de que las acciones se beneficiarían por el comunicado de las autoridades estadounidenses sobre el acuerdo con 10 socios comerciales. Para finalizar con una rentabilidad USD 6.4% de punta a punta, registrando un *outperformance* respecto pares desarrollados llevando a las acciones lucir más caras que el mes previo, pero bajo su promedio histórico en la razón P/U *fwd*. Sin embargo, según EPFR, se observan salidas de flujos durante las últimas 4 semanas (al 2 de julio). A su vez, de cara al inicio de la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja hasta 3.7%, desde 10% en marzo, para este 2025. Por lo anterior, la rentabilidad observada en junio carecía de fundamentos sólidos y al 8 de julio las acciones han retrocedido 2.0%.

Por otro lado, la elección de los miembros de la Cámara Alta se realizará el 20 de julio. Entre las implicancias de las elecciones podremos enumerar (i) el mayor debilitamiento del primer ministro Ishiba, que incluso cuando la oposición decidió no presentar la moción de censura en su contra, corre el riesgo de perder apoyo de cara a las elecciones. Actualmente la coalición gobernante tiene 75 escaños y debe ganar al menos 50 sillas de las 124 que se renuevan para mantener la mayoría, pero en base a las encuestas sólo obtendría 27 escaños. (ii) Por otro lado, las elecciones podrían ralentizar las -ya obstruidas- negociaciones con EE.UU. y tendrían (iii) efectos sobre el yen: aunque en junio se mantuvo

sin variaciones y finalizó JPY 144.5 por dólar, en medio de las elecciones y la presión de los aranceles el mercado espera que la moneda fluctúe entre JPY 142 -148 por dólar.

En el ámbito económico, el mercado espera un crecimiento de 0.8% este año, y las expectativas han caído desde el 1.2% de inicios del año. De todas maneras, el *momentum* mejora en el margen y el índice PMI de manufacturas mejoró a 50.1 pts. en junio, sobre el terreno neutral de 50 pts. por primera vez desde junio de 2024. En cuanto a la inflación, esta se mantiene sobre el objetivo del Banco Central del 2% y en mayo fue 3.5% anual. La presión por el lado de los precios de los alimentos continúa y deja en evidencia que los esfuerzos del gobierno tienen un impacto limitado, aunque las expectativas inflacionarias se mantienen sin cambios para fin de año en 2.8%. Por el lado de la política monetaria, en la reunión de junio el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 0.5%. En cuanto a las intervenciones individuales, cuatro de los cinco consejeros mencionaron el efecto de los aranceles en la economía y una alta incertidumbre, mientras que la intervención restante abordó la posibilidad de ajustar la política monetaria ante una inflación mayor a la esperada. Por lo que, hacia adelante, los inversionistas continúan disminuyendo las posibilidades de aumento de tasas este año y los precios internalizan menos de una subida de tipos.

En el contexto de valorizaciones menos atractivas, pero salidas de flujos, presión por los aranceles y deterioro de las perspectivas económicas, **se decide llevar a *underweight* las acciones japonesas desde neutral.**

**SE REDUCE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap y Small Cap, se lleva China a neutral desde OW y Asia EM ex China a OW desde neutral**

De cara a un mes de julio que estaría sujeto a una mayor volatilidad, se decide reducir marginalmente la sobreexposición a países emergentes, neutralizando el OW en China, que luego de un alza de casi 40% desde septiembre del año pasado y el desenlace del escenario comercial, el mercado puede optar por deshacerse de las posiciones en el gigante asiático, en medio de una economía que no tracciona. Por otro lado, seguimos positivos en América Latina, en acciones tanto *Large* como *Small cap*, hasta cierto punto aislados de conflicto comercial y con mayor resiliencia económica. Por su parte, este mes se decide llevar a OW la posición en Asia EM ex China, particularmente por el *momentum* de acciones surcoreanas y taiwanesas, sumándose a este buen desempeño del sector tecnológico, y por las buenas relaciones diplomáticas con EE.UU.

## AMÉRICA LATINA: OW en Large y Small Cap

Los mercados latinoamericanos volvieron a traccionar en junio y el índice MSCI subió USD 6.1% en el mes, liderado por Brasil que subió un USD 7.2%. Los retornos de todos los países de la región fueron positivos, apoyados en una apreciación de sus monedas con una depreciación del DXY. A nivel macro, las economías continúan creciendo, con excepción de la mexicana. El Banxico es el único que continúa decididamente con los recortes de tasas, mientras que se espera el resto de los bancos centrales de la región se sumen a la flexibilización monetaria en lo que resta del año. La duda es Brasil, pero ya anunció que habría finalizado sus alzas. Las valorizaciones de la región siguen atractivas, pudiendo extender el *outperformance* con una reversión a la media.

En **Brasil**, se siguen observando dos vientos de cola clave para el mercado accionario; en primer lugar, el eventual giro político en el próximo gobierno y en segundo lugar el inicio de bajas de tasas de parte del Banco Central. Con respecto a la política, la popularidad de Lula sigue a la baja y tomando un promedio de siete encuestas, ~45% de la población evalúa

de mala manera la gestión del actual presidente. En este contexto, en lo más reciente el Tribunal Supremo decidió anular los decretos en torno al impuesto a operaciones financieras; tanto el presidencial que los subía, como el del Congreso que frenaba las alzas. La justicia declaró que tendrán que mediar conversaciones entre los otros poderes del Estado para decidir al respecto. A pesar de los menores ingresos fiscales por no avanzar en esta materia, el déficit fiscal primario se encontraría ~0.5% del PIB este año, lo que significa una mejora sustancial con respecto a años anteriores. Hacia el próximo año, este se seguiría reduciendo. El menor impulso fiscal ha ayudado a que la inflación se desacelere y la primera quincena de junio se ubique en 5.3% anual. Así, la proyección para el cierre de este año baja marginalmente hasta 5.18% y para 2026 se mantiene en 4.5%, el límite alto del rango de tolerancia del Banco Central. Por el lado de la política monetaria, en la reunión de junio se habría realizado la última alza de este ciclo de ajustes, llevando la tasa Selic a 15.00%. La mediana de las estimaciones enviadas por economistas al Banco Central sugiere que se mantendría en estos niveles por el resto del año, sin embargo, hay espacio para que la autoridad monetaria comience las bajas de tasas en diciembre. Por su parte, la actividad económica sigue creciendo y el dato de abril mostró una expansión de 2.5% anual, superando las expectativas. El mercado sigue esperando que el crecimiento económico se ubique en 2.2% este año. La inminente baja de tasas descrita anteriormente, suele correlacionarse con un buen desempeño del mercado accionario. Lo mismo sucede cuando la tenencia de acciones brasileñas de inversionistas locales es baja, lo que se está observando ahora, encontrándose ~8.2% del portafolio. Por otro lado, y a pesar del buen desempeño en lo corrido del año, las valorizaciones siguen transando en niveles atractivos en perspectiva histórica, con la razón P/U *fwd.* en 0.6 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años. A su vez, según datos de EPFR, en lo corrido del año se han visto entradas de flujos de inversión por USD 915 millones al 2 de julio a fondos e ETFs brasileños. Finalmente, Brasil fue sede de la cumbre del BRICS, en la que se ausentaron dos importantes presidentes del bloque; el chino y el ruso. En lo más reciente Trump amenazó con aranceles de 10% adicionales para los miembros de este bloque, por políticas antiestadounidenses. Sin embargo, Brasil no se vería significativamente afectado por esta medida. De esta manera, se mantiene la convicción en acciones brasileñas, con un respaldo de entradas de flujos, eventual giro político hacia la centroderecha y valorizaciones atractivas, llevándonos a **mantener el OW en acciones brasileñas.**

En **México** el mercado accionario perdió algo de tracción en junio y el Mexbol rentó USD 2.4%, solo gracias a un peso mexicano que se apreció 3.7% el mismo mes. A pesar de un escenario local que se siguió complicando, la debilidad del dólar primó en los movimientos de la divisa. A nivel macro, la actividad volvió a contraerse en abril un 1.6% anual, pero crece 0.5% en el mes (desestacionalizado). Los indicadores líderes IMEFs siguen en terreno contractivo en junio, sugiriendo que la debilidad económica continuó a lo largo del segundo trimestre. A pesar de esta desaceleración, la inflación se ha seguido acelerando y el registro quincenal de la primera mitad de junio alcanza 4.5% anual, en tanto la subyacente sale decididamente del rango de tolerancia del Banco Central y se posiciona en 4.2% en doce meses. En este contexto, a pesar de que en la reunión de junio el Banxico siguió bajando la tasa de referencia al mismo ritmo (50 pbs. por reunión) y la llevó a 8.00%; la decisión no fue unánime y uno de los miembros de la Junta de Gobierno optó por no recortar. Hacia adelante, se espera desacelere las bajas y continúe la falta de acuerdo entre los banqueros centrales, con una inflación que sigue presionada y que ha gatillado revisiones al alza en las proyecciones de cierre de año. Por el lado del mercado, las valorizaciones siguen transando bajo promedios de 5 y 10 años en la razón P/U *fwd.*, pero las proyecciones de crecimiento de utilidades se revisan a la baja. Se avecina la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre y las expectativas son negativas, en tanto la desaceleración económica comienza a permear a los resultados de las empresas. El consumo se ha visto mermado y las menores remesas de abril y mayo, que son un componente importante en el consumo mexicano, también habrían afectado los balances. Con respecto a la política, el foco se concentra en la negociación del T-MEC (tratado de libre comercio con Canadá y EE.UU.) que comenzará en

agosto/septiembre de este año. Las conclusiones de estas conversaciones pueden derivar en una revisión anual del tratado, o en una mantención de las condiciones que se decidan por los siguientes 16 años. Si el acuerdo resulta ser beneficioso para México, en el mediano plazo podría ser uno de los grandes ganadores del nuevo escenario comercial, enfrentando aranceles promedio menores a los del resto del mundo. Sin embargo, continúa la incertidumbre comercial para México. Con la aprobación de la reforma fiscal en EE.UU., las remesas enviadas fuera del país en dinero efectivo estarán sujetas a una tasa de impuesto de un 1%, lo que no impactaría significativamente la actividad económica mexicana. A nivel local, el poder se sigue concentrando y recientemente se aprobó que la Guardia Nacional quede bajo el alero del Ministerio de Defensa, llevando al partido gobernante a liderar los poderes ejecutivo, legislativo, judicial y la seguridad pública. De esta manera, los límites de la institucionalidad quedarán a merced de lo que decida EE.UU. y los márgenes que queden definidos tras la negociación del acuerdo. Así, a pesar que en el corto plazo las perspectivas para México no son positivas, lo que se decida de la negociación del acuerdo comercial podría favorecer al comercio exterior y a la economía. En este contexto se decide **mantener la posición neutral en acciones mexicanas**, aun con mayores ruidos locales, pero pudiendo favorecerse del buen *momentum* de las acciones latinoamericanas.

En **Chile**, el escenario político se entrapa, y es que tras las elecciones primarias, que solo realizó el oficialismo, triunfó la candidata del partido comunista (Jeannette Jara) con un 60% de los votos. De todas maneras, estas elecciones contaron con baja participación; solo votó un 9.2% del padrón. Sin embargo, los primeros sondeos tras las elecciones la muestran como favorita para la primera vuelta de noviembre. No obstante, en los escenarios de segunda vuelta de las encuestas, el candidato de oposición que eventualmente la enfrente obtendría el triunfo. De todas maneras, la candidata comunista está con *momentum* en las encuestas y sus propuestas económicas distan de lo que sería sugerible para recuperar la senda de crecimiento. Por el lado macro, la actividad mensual decepcionó a las expectativas, pero creció 3.2% anual. Sin embargo, en términos mensuales se observó una contracción de 0.2% (desestacionalizado). La inflación se desaceleró en junio hasta 4.1%, sorprendiendo a las expectativas. En su última reunión de junio, el Banco Central mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 5.0% como era esperado, y publicó el Informe de Política Monetaria del segundo trimestre, en el que se revisó al alza la proyección de crecimiento para este año (2.0% - 2.75%) y a la baja la de inflación (3.7% anual). Esta última estimación no conversa con el 4% que prevé el mercado, pero dado que el tono de la última reunión fue más *dovish*, ahora el mercado internaliza que la autoridad retome los recortes de tasas en julio y realice otro en octubre, con la TPM cerrando el año en 4.50%. Con respecto al mercado, las valorizaciones siguen con descuento respecto a promedios de 10 años, y se siguieron observando entradas al conjunto de ETFs por 5.4% del AUM en el último mes. Sin embargo, en junio bajó marginalmente el porcentaje de acciones chilenas en las administradoras de fondos de pensiones como porcentaje del portafolio total. Con respecto a otros temas políticos, se aprobó la ley que disminuye los tiempos de aprobación de permisos para la inversión, lo que dará un soporte en el mediano plazo al crecimiento tendencial. En lo que resta del gobierno, es poco probable que avance la tramitación de proyectos de ley estructurales, debido a los pocos meses que le quedan al mando. Cabe destacar la reforma política, que se aprobó en el Senado y se frenó en la Cámara, que busca disminuir la polarización política en el Congreso chileno. El ejecutivo ingresó un proyecto de ley en paralelo que cree puede tener aprobación transversal. Con todo, el escenario político se vuelve más turbulento y la mayoría de las encuestas comienzan a mostrar a Jara como la favorita para la primera vuelta. Lo que suceda en noviembre será transversal para el rumbo de la política chilena, considerando que se renueva la totalidad de la Cámara de Diputados y la mitad del Senado; la composición de la Cámara se definirá por la fortaleza del candidato que represente a los distintos pactos. En lo más reciente Trump anunció que podría imponer aranceles al cobre de 50%, si bien esto impulsó el precio del cobre, podría reducir las exportaciones chilenas del metal que se dirigen a EE.UU., lo que añade un

nuevo foco de incertidumbre. De esta manera, a pesar de fundamentos sólidos, **se decide neutralizar la posición OW en acciones chilenas**, al menos transitoriamente, debido a un mayor ruido político.

En **Colombia**, la delicada situación fiscal finalmente derivó en lo que muchos anticipaban: una rebaja en la calificación crediticia por parte de Moody's y S&P, la primera hasta Baa3 y perspectiva estable, mientras que la segunda a BB con perspectiva negativa, lo que agrava aún más el panorama fiscal del país. La publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo expuso con mayor claridad la fragilidad de las cuentas fiscales. Previamente, ya se había activado la cláusula que permite suspender la regla fiscal, y en este nuevo marco se elevó la meta de déficit fiscal para 2025 a un 7.1% del PIB. Además, el gobierno anunció su intención de impulsar una reforma tributaria para recaudar \$19 billones COP, aunque sin entregar mayores detalles al respecto. Desde el Comité de la Regla Fiscal se ha manifestado preocupación por la falta de un plan de ajuste concreto para cumplir con las metas fiscales. Por otro lado, la actividad económica se mantiene resiliente y en abril sorprende sobre lo esperado al crecer 1.1% interanual, impulsada por una fuerte demanda interna y el gasto de gobierno. En materia de inflación, el dato de junio sorprendió a la baja y se ubicó en 4.8% anual, rompiendo la barrera del 5% luego de varios meses estancada sobre este nivel. En cuanto a política monetaria, en su reunión de junio la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de referencia en 9.25%, conservando la cautela frente a nuevos riesgos en torno a la convergencia de la inflación hacia la meta y la incertidumbre en las condiciones financieras globales. En lo que resta del año, el mercado apunta a que se acelere la flexibilización monetaria, siempre y cuando la evolución de los datos económicos lo permitan. Por otra parte, el escenario político sigue bastante movido en torno a las reformas y propuestas impulsadas por el ejecutivo. La reforma laboral fue finalmente aprobada por el Senado, mientras que la reforma de pensiones se discute nuevamente en la Cámara de Representantes tras la revisión por vicio de procedimiento en el trámite legislativo. Además, desde el ejecutivo se busca implementar una Asamblea Constituyente agregando una nueva papeleta en las próximas elecciones generales de 2026, aunque varios actores políticos declaran que esto sería una medida inconstitucional. A pesar de esto, el mercado accionario se ha mantenido como uno de los grandes ganadores a nivel global, rentando ~ USD 30% 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 nuevamente entradas de flujos al principal ETF por 2% del AUM. De esta forma, en medio de una crisis fiscal y varios ruidos políticos, pero con un mercado accionario que sigue destacando y con valorizaciones aún atractivas, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas**.

En **Perú**, el dato de actividad económica de abril decepcionó al crecer 1.4% anual. De todas formas, la económica se mantiene resiliente y, a pesar de que el Ministerio de Economía y Finanzas corrigiera levemente a la baja su proyección de crecimiento para este año, aún se espera una expansión sobre el 3%. Por otro lado, la inflación se mantiene dentro del rango meta y se mantuvo en 1.7% anual en mayo. Si bien se espera que haya una aceleración en el indicador hacia fin de año, se mantendría dentro del rango meta y entre los niveles más bajos de la región. En lo que es política monetaria, el Banco de la Reserva mantuvo la tasa de referencia en 4.50% en su reunión de junio, y se espera que para este mes se repita la acción. La situación fiscal pareciera verse algo más compleja, luego de que el Banco de la Reserva actualizará su proyección de déficit fiscal al alza para este y el próximo año, hasta 2.5% y 2.1% del PIB respectivamente. La entidad enfatiza en que el país presenta el nivel de deuda pública más bajo de la región, que las expectativas de inflación son menores a las de Estados Unidos y que el proceso de flexibilización monetaria se encuentra cerca de llegar a su nivel neutral. Sin embargo, otras entidades financieras proyectan un nivel de déficit fiscal para cierre de año por sobre la meta, incumpliendo de esta forma por tercer año consecutivo la regla fiscal. Por el lado político, se hizo oficial el incremento del sueldo presidencial hasta 35 mil 586 soles mensuales (~USD 9,990), más del doble que su monto anterior. Esta

noticia no fue bien recibida por la población, donde la presidenta ya cuenta con uno de los niveles de desaprobación más altos del mundo (93%). Además, algunas figuras políticas polémicas, como Antauro Humala y el expresidente Pedro Castillo, han reaparecido en el escenario electoral. Si bien ninguno de los dos puede postular a la presidencia, sí podrían aspirar a un escaño en el Congreso. Esta posibilidad ha llevado a algunos partidos a considerar su incorporación, con el objetivo de capitalizar el respaldo que aún mantienen entre ciertos sectores del electorado. Su eventual participación añade aún más ruido a una temporada electoral ya marcada por la polarización y la fragmentación. Por otro lado, el mercado accionario volvió a cerrar un mes positivo, con una rentabilidad de 5.2% en dólares, lo que le permitió recuperar parte del rezago acumulado durante el primer semestre en comparación con el resto de la región. En cuanto a valorizaciones, estas se mantienen descontadas al transar por debajo de su promedio de 10 años en la razón *P/U fwd.*, mientras que en junio se observan flujos positivos hacia el principal ETF por 2% del AUM. De esta forma, con un mercado que se acerca a los niveles de *outperformance* de la región y una economía saludable, pero con una persistente inestabilidad política, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina**, la inflación de mayo sorprendió al romper la barrera del 2% mensual, ubicándose en 1.5%, el dato más bajo en cinco años. Esta desaceleración se explicó por factores específicos, como menores presiones en alimentos y transporte, y una moderación en la variación de precios regulados. Por otro lado, durante la última semana una comisión técnica del Fondo Monetario Internacional visitó Argentina para revisar los requerimientos del acuerdo de financiamiento. Por el lado fiscal, los resultados obtenidos por el país han sido incluso mejores que los exigidos por la entidad, con un superávit primario de 0.8% del PIB en los primeros cinco meses del año. No obstante, la revisión sobre la acumulación de reservas internacionales fue postergada para julio, debido a las dificultades que ha enfrentado Argentina en este ámbito. El gobierno finalmente optó por intervenir en el mercado de futuros con el objetivo de contener la volatilidad del tipo de cambio, contando con la aprobación del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta acción marcó la primera medida dentro del nuevo esquema cambiario, el cual, hasta ahora, se había caracterizado por evitar intervenciones directas, en línea con el enfoque de priorizar el control de la inflación, lo que ha dificultado el cumplimiento de ciertos compromisos del acuerdo. En este contexto, el gobierno enfrenta una disyuntiva monetaria clave de cara a las elecciones intermedias de octubre, en donde aún no está del todo claro el impacto que podría tener la condena de la expresidenta Cristina Fernández en la intención de voto. A esto se suma la reciente caída en el Índice de Confianza en el Gobierno, lo que incrementa la incertidumbre respecto de cuán favorables podrían resultar las elecciones para el oficialismo. En este contexto, avanzan las conversaciones entre el La Libertad Avanza y Propuesta Republicana para formar una alianza en la Provincia de Buenos Aires, la región con el mayor padrón electoral y en donde tradicionalmente la oposición ha logrado imponerse. Por otra parte, el PIB del primer trimestre creció 5.8% interanual, por debajo de lo proyectado, e impulsado principalmente por un crecimiento de la inversión. A pesar de que el dato de actividad del primer trimestre decepcionó por debajo de las expectativas, el de abril sorprendió por sobre lo esperado, recuperando parte de la pérdida vista anteriormente. Por el lado de flujos, se retoman las salidas desde el principal ETF por 7% del AUM en el último mes, luego de los flujos positivos en mayo. De esta forma, si bien los datos inflacionarios y fiscales son positivos, persiste la incertidumbre en torno a la política cambiaria de cara a lo que resta del año. Las elecciones intermedias se perfilan como un punto clave para el proyecto de gobierno de Milei, en un contexto en que la economía aún se muestra frágil y expuesta a shocks tanto internos como externos, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas**.

**CHINA: Se decide neutralizar la exposición a acciones chinas desde overweight**

Durante junio, las acciones subieron USD 3.1%, registrando un *underperformance* respecto a pares regionales. Aunque desde el piso en septiembre de 2024 las acciones han subido 36.5% y en lo corrido del año han rentado USD 15.9%, en los últimos tres meses el mercado accionario no ha traccionado y sólo ha subido USD 0.4%. Los inversionistas han internalizado algunos eventos negativos, como una eventual pausa de estímulos económicos por parte de las autoridades.

Dentro de las noticias positivas, China y EE.UU. confirmaron haber alcanzado un acuerdo comercial, donde China prometió revisar y aprobar los controles de exportación de bienes a EE.UU. que incluye el envío de tierras raras, mientras que EE.UU. cancelaría una serie de medidas restrictivas contra China. De esta manera el mercado ha corregido al alza las expectativas de crecimiento económico para este año, por lo que, ante mejores perspectivas económicas, se comienza a internalizar una pausa de estímulos económicos al menos hasta septiembre, siempre y cuando los datos económicos se mantengan en línea con el objetivo autoimpuesto de crecimiento económico de 5%. Por su parte, el primer ministro comunicó que confía en un crecimiento económico sólido y estable.

En el mismo sentido, el índice PMI de manufacturas mejoró hasta 50.4 pts. en junio desde terreno contractivo en mayo. Por su parte, las ventas minoristas sorprendieron al crecer 6.4% anual en mayo, mientras que, la producción industrial decepcionó al crecer 5.9% anual el mismo mes. Sin embargo, desde una perspectiva de largo plazo se mantiene una amplia brecha entre estos indicadores, en línea con la sobrecapacidad del gigante asiático. Por su parte, las perspectivas de consumo interno no muestran una aceleración sostenida. Al mismo tiempo que para el segundo semestre el programa que impulsa la demanda interna tendría menos recursos disponibles que la primera mitad del año.

Por otro lado, la presión deflacionaria continúa. Aunque aún no se conoce la inflación de junio, el consenso de mercado espera una variación nula en términos anuales, mientras que algunos agentes anticipan que los precios continuarán por quinto mes consecutivo en terreno negativo (-0.1% anual). En esta línea, las autoridades anunciaron un plan para abordar los bajos precios, tanto al consumidor como al productor, pero sin detalles. Mientras tanto, el Banco Central decidió mantener la tasa de préstamos a 1 y 5 años en 3.00% y 3.50% respectivamente en su reunión de junio, y el mercado se encuentra dividido entre un recorte más o la mantención de las tasas hasta fin de año.

Aunque las acciones transan atractivas en su razón P/U *fwd.* respecto a su promedio histórico y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza durante el último mes hasta 8.3% para este año, no se observan ni entradas ni salidas netas de flujos de inversión durante el último mes al principal ETF del país.

En el contexto de noticias positivas, pero con riesgo de pausa de estímulos económicos, valorizaciones atractivas y revisión al alza crecimiento de utilidades, pero falta de *momentum* accionario y de flujos, **se decide neutralizar el posicionamiento en acciones chinas desde *overweight*.**

### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide llevar a OW neutral**

Al momento de decidir el posicionamiento, los mercados accionarios de Asia emergente ex China lucían más atractivos en comparación al gigante asiático. Los mercados de Corea del Sur y Taiwán se habían sumado al *momentum* de las acciones tecnológicas a nivel global, y tanto esos dos países como India son históricamente aliados de EE.UU. y se veían mejor posicionados relativamente para enfrentar el fin de la tregua comercial que estaba fijado para el 9 de julio.

Durante junio, el mercado accionario **indio** rentó USD 3.2%, registrando un *underperformance* respecto a sus pares regionales. La rupia se depreció marginalmente 0.2% respecto al dólar, pero siendo la única moneda que se depreció junto a Filipinas en la región, mientras que el dólar (DXY) perdió un 2.5% de su valor el mismo mes. En este contexto, las acciones indias en lo corrido del año han rentado USD 5.7% hasta el 2 de julio, registrando un rezago respecto a la región y observando una falta de tracción en el mercado pese a fundamentos claros. El principal obstáculo son las altas valorizaciones, y estas vuelven a transar sobre su promedio histórico en la razón P/U  *fwd.*, luego de algunos meses transando bajo estos niveles. Sin embargo, por el lado de flujos hay señales mixtas; en primer lugar, se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF por 12% del AUM durante el último mes, sin embargo, se observa que los flujos de inversionistas extranjeros registran una salida neta en lo corrido del año, en línea con la falta de tracción del mercado accionario. Por otro lado, las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza el último mes de cara a la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre. Hacia adelante, las valorizaciones continúan obstruyendo el atractivo de las acciones indias relativo a sus pares de la región, que cuentan con valoraciones más atractivas y *momentum* accionario. Por el lado económico, la resiliencia continúa siendo la tónica y los indicadores PMI de manufacturas y servicios se mantienen en amplio terreno expansivo durante junio e incluso mejoran respecto al mes previo. En cuanto a la inflación, continúa desacelerándose y en mayo bajó hasta 2.8% anual y, hacia el tercer trimestre se espera que la inflación se mantenga bajo 3%. Por su parte, la autoridad monetaria en la última reunión cambió su postura de expansiva a neutral, por lo que se espera que en la reunión de agosto la tasa se mantenga en 5.50%, aunque algunos agentes del mercado prevén que retome la flexibilización en el cuarto trimestre, tras una transmisión de liquidez más limitada a la esperada y efectos de la incertidumbre global. En el ámbito geopolítico, el ministro de comercio señaló que un acuerdo comercial con EE.UU. sólo se llevará acabo si ambas partes se ven beneficiadas y que el interés nacional es primordial. En el contexto de valorizaciones ajustadas, falta de tracción en el mercado accionario y señales mixtas en flujos de inversión, **se decide mantener neutral las acciones indias**, teniendo en cuenta la resiliencia económica y su perfil defensivo de cara a julio, mes que podrá estar marcado por una alta volatilidad ligada a los aranceles.

Las acciones **surcoreanas** durante junio rentaron USD 18%, registrando un *outperformance* respecto sus pares regionales y manteniendo el excepcional *momentum* accionario, mientras que el won se apreció 2.1% respecto al dólar el mismo mes. El sentimiento de los inversionistas mejoró luego del fin de la incertidumbre interna y la elección del presidente Lee Jae-myung. El mandatario, se apresuró a impulsar un presupuesto adicional de USD 22.2 *bn* para mitigar el debilitamiento económico, en línea con su campaña electoral en torno a una política fiscal expansiva. En cuanto a la política exterior, el presidente señaló tener el compromiso de alcanzar un acuerdo comercial con EE.UU., mientras que los negociadores surcoreanos señalaron la necesidad de conversaciones más allá del 9 de julio, pero manteniendo perspectivas optimistas. En lo más reciente, Trump envió la carta con la actualización de aranceles al presidente Lee, señalando la imposición de aranceles del 25% a los productos importados desde Corea del Sur, entrando en vigor el 1 de agosto, el principal ETF cayó USD 3.6% el 7 de julio en respuesta a la notificación. Por el lado macroeconómico, hay señales de mejora y el índice PMI de manufacturas, aunque continúa en terreno contractivo en junio mejoró respecto al mes previo. Por su parte, la confianza del consumidor de junio alcanzó un máximo de 4 años, mientras que las exportaciones del mismo mes se recuperaron (4.3% anual), luego de la contracción en mayo, impulsado por los envíos de semiconductores. De esta manera el mercado revisó al alza el crecimiento económico para este año por primera vez hasta 1.0%, desde revisiones consecutivas a la baja desde octubre del año pasado. En cuanto a la inflación, esta se mantiene cercana al objetivo del Banco Central y en junio fue 2.2% anual y se espera que continúe cercana al 2% hasta fin de año. Por el lado de la política monetaria, el Banco Central podría flexibilizar la tasa de referencia ante la notificación de Trump en torno a los aranceles, previo a esto, el consenso de mercado anticipaba la continuidad de la tasa en 2.50%

en la reunión de julio, aunque con 50 pbs. de recortes en lo que queda del año. Por otro lado, las valorizaciones continúan atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio histórico, aunque menos holgadas que el mes pasado, mientras que durante el último mes se observan entradas netas de flujos de inversión por 21% del AUM al principal ETF y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza en el mismo periodo. En el contexto de mejores datos económicos, *momentum* accionario, entrada de flujos, valorizaciones atractivas y corrección de crecimiento de utilidades al alza, **se decide mantener el overweight en acciones surcoreanas.**

En junio las acciones **taiwanesas** rentaron USD 6.1%, sólo superadas por las acciones surcoreanas, e impulsadas por el *momentum* en acciones tecnológicas, mientras que el dólar taiwanés se apreció 2.2% respecto al dólar estadounidense el mismo mes. Por el lado económico, el PMI manufacturero de junio continuó en terreno contractivo (47.2 pts.), pero las exportaciones se expandieron 34% anual el mismo mes, impulsadas por la demanda de semiconductores y los envíos de estos productos continúan expandiéndose a doble dígito. Las sorpresas positivas en el sector exportador han impulsado una corrección al alza en las proyecciones de crecimiento económico del mercado hasta 3.0% para este año desde un 2.6% previo. En cuanto a la inflación, esta continúa desacelerándose en junio por tercer mes consecutivo hasta 1.4% anual, y aunque algunos agentes del mercado comienzan a internalizar un recorte de tasas en lo queda del año, no es consenso de mercado y otros esperan que continúe en 2.00%. 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, pero sobre pares de la región. Además, se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF del país por 12% del AUM. De esta forma, dado el *momentum* accionario, correlación con el *momentum* de acciones tecnológicas a nivel global y entrada de flujos de inversión, **se decide llevar a overweight la exposición de acciones taiwanesas desde neutral.**

Las acciones **indonesias** registraron un revés del *momentum* accionario y cayeron USD 4.8% en junio, manteniendo un comportamiento errático luego de subir USD 9.5% en mayo, mientras que la rupia se apreció 0.5% respecto al dólar. La política expansiva del presidente Prabowo llevó a corregir al alza las perspectivas de déficit fiscal para 2025 al 2.8% del PIB, desde el 2.5% del ministerio de finanzas. Por otro lado, Trump señaló la actualización de tasa arancelaria de productos de origen indonesio hasta 32%, igual que la anunciada el 2 de abril. Por su parte, el índice de PMI manufacturero aceleró su caída en terreno contractivo en junio hasta 46.9 pts. La inflación se aceleró hasta 1.9% anual en junio, mientras que el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 5.50% en la reunión del mismo mes. 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 por 46% del AUM y se anticipa una contracción de utilidades en 2025. En este contexto de un mercado accionario errático, pero con valorizaciones atractivas y fuerte salida de flujos, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones indonesias.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** retrocedieron USD 3.8% en junio, continuando con el *underperformance* respecto a pares regionales de los meses previos y acumulando una caída de USD 16% en lo corrido del año, siendo el mercado de peor rendimiento en Asia EM ex China. Sin embargo, en el corto plazo no presenta catalizadores claros que impulsen una corrección al alza, por el contrario, el entorno continúa deteriorándose para las acciones tailandesas. En el ámbito político, la primera ministra ha sido suspendida por una investigación contra su ética, similar a la investigación que llevó a la destitución de su antecesor. Este proceso podría durar entre uno y tres meses y obstaculizar la aprobación del presupuesto del año 2026 que se votará en agosto, gatillar una caída en la inversión privada e incluso aumentar la probabilidad de elecciones anticipadas. En el ámbito económico, el PMI manufacturero mejoró hasta 51.7 pts. en junio, mientras que Trump notificó al reino que volverá a enfrentar aranceles de 36% (en línea con lo anunciado el 2 de abril), a partir del 1 de agosto. Con

respecto a los precios, la inflación se mantiene con presiones deflacionarias en junio, por tercer mes consecutivo en terreno contractivo (-0.3% anual). En cuanto a la política monetaria, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 1.75% en la reunión de junio, pero hacia adelante, en medio de la nueva crisis política, podría flexibilizar más de 50 pbs. en los próximos 12 meses. 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, crisis política y entorno de incertidumbre interno, falta de catalizadores de corto plazo y utilidades que se corrigen a la baja, se decide **mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

## EMEA

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

Las acciones **sudafricanas** registraron un *underperformance* respecto a pares regionales y subieron USD 4.3% en junio, en línea con la correlación positiva entre las acciones sudafricanas y el precio del oro que apenas subió USD 0.3%, mientras que el ZAR se depreció 1.5% respecto al dólar. Por su parte, en el último mes la política interna impulsó el sentimiento de los votantes; los partidos del Gobierno de Unidad Nacional (GNU) se comprometieron a priorizar el crecimiento económico, la creación de empleo y la protección de la Constitución, mientras que también se aprobó el presupuesto, que llevaba cuatro meses de retraso, ya que el partido DA se oponía a la implementación del aumento del IVA, medida que finalmente fue eliminada e impulsó la aprobación del erario. El mejor escenario político y de mayor compromiso de los partidos, mejoró el sentimiento de los votantes y el apoyo al GNU subió. Por su parte, la Organización para la cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), señaló que Sudáfrica necesita reformas estructurales para impulsar la productividad, disminuir la pobreza y el desempleo. Entre estas se encuentran; (i) reducción de barreras comerciales, (ii) abordar la escasez de electricidad y (iii) mejorar la planificación urbana. Aunque la inflación se mantiene controlada (2.8% anual en mayo), la institución espera una aceleración hacia adelante hasta 3.2% a fin de año y 4.2% el próximo año. En la misma línea, el Banco Mundial aprobó el financiamiento de USD 1.5 *bn.*, para el plan de modernización de infraestructura en Sudáfrica, que se enfocará en infraestructura energética y logística de transporte de carga. Por el lado de la política monetaria, el Banco Central ha recortado 50 pbs. en lo corrido del año hasta su última reunión en mayo, bajando la tasa más allá de las expectativas del mercado este año (25 pbs.), de esta manera de cara a la reunión de julio se espera que la tasa continúe en 7.25% hasta fin de año y retome las bajas el próximo año. En el mercado accionario, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.* y durante el último mes se observan entradas netas de flujos por 3% del AUM, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades para este año se corrige al alza. En el contexto de valorizaciones atractivas, retorno de flujos, pero perspectivas económicas débiles, correlación del mercado accionario con el oro y la pérdida de *momentum* del metal precioso, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** rentaron USD 9.0% en junio, liderando las rentabilidades de la región y registrando un *outperformance* respecto a sus pares. Mientras tanto, la lira turca se depreció 1.5% respecto al dólar y en la primera mitad del año acumula una depreciación de 11%, presionado por el entorno político interno y pese a que el dólar ha perdido ~11% de su valor en el mismo periodo. Las acciones se vieron impulsadas luego que la Corte decidiera retrasar el juicio con el partido de oposición CHP, disipando en parte la incertidumbre de corto plazo. No obstante, en el mediano plazo el entorno interno se mantiene frágil e incierto, con un alto descontento social y polarización por la represión

política. En el ámbito macro, el índice PMI de manufacturas profundiza su caída en terreno contractivo hasta 46.7 pts. en junio. Por el lado de la inflación, esta se mantuvo en 35% anual en junio, mientras que se espera que no se realice el reajuste de mitad de año del salario mínimo para no adicionar presiones inflacionarias y demostrar el compromiso de las autoridades con la convergencia de la inflación. Por su parte, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 46% para dar soporte a la moneda en medio de presiones despreciativas, aunque el mercado continúa anticipando que la autoridad retornará a la flexibilidad monetaria en los próximos meses. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U  *fwd*. y se observa entrada neta de flujos de inversión al 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 una contracción de utilidades de 3%. En un contexto de proyección de utilidades que se corrigen a la baja, valorizaciones ajustadas, deterioro económico e incertidumbre política, **se decide mantener el posicionamiento *underweight* en acciones turcas.**

Las acciones **saudíes** durante junio subieron USD 1.7%, y registraron un *underperformance* respecto a sus pares regionales, pese a que el precio del petróleo Brent avanzara USD 6.3% impulsado por la tensión en Medio Oriente. Esta economía, altamente dependiente del petróleo, se mantiene presionada por perspectivas menos favorables para este *commodity*, y los ingresos derivados de las exportaciones de petróleo cayeron a un mínimo de 4 años, con una tendencia marcadamente a la baja desde 2022. Hacia adelante las perspectivas de corto y mediano plazo se mantienen presionadas. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció aumentos de producción por 411 mil barriles diarios en mayo, junio y julio, en tanto para agosto el mercado anticipaba la continuidad de la política, sin embargo, los miembros aceleraron el aumento de oferta para a 548 mil barriles diarios extra. El aumento de la oferta presiona los precios del *commodity* a la baja, cuando las perspectivas de demanda continúan débiles. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI), destacó la resiliencia económica del sector no petrolero del reino, pero destacó cómo una menor demanda de petróleo y mayor incertidumbre mantienen vulnerable a la economía. Por el lado del PMI manufacturero, sube a 57.2 pts. en junio. En cuanto al mercado, las valorizaciones se mantienen atractivas en la razón P/U  *fwd*. y más holgadas que el mes previo, pero durante el último mes se observan salidas netas de flujos de inversión por 2% del AUM del principal ETF, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja. En el contexto de salidas de flujos, crecimiento de utilidades que se corrige a la baja y alta correlación con el petróleo y perspectivas deterioradas para este, se **decide llevar a *underweight* las acciones saudíes desde neutral.**

## RENTA FIJA

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

Junio estuvo marcado por diversos factores que incidieron en la trayectoria de las tasas a lo largo del mes. Las tensiones fiscales aumentaron conforme avanzaba la tramitación del *OB BB*, generando presiones especialmente en el tramo largo de la curva. A mediados de mes, tuvo lugar la reunión de política monetaria del Fed, donde se optó por mantener la tasa de referencia en 4.50%. Si bien el mensaje fue ligeramente más *hawkish* tras la actualización del *Dot Plot*, se conservaron los dos recortes proyectados hacia fin de año. No obstante, en los días posteriores, tres miembros del FOMC realizaron declaraciones que insinuaban un recorte en julio. Al mismo tiempo, Donald Trump deslizó la posibilidad de nominar a un nuevo presidente del Fed, instalando la figura de un posible *Shadow Chairman* para la última etapa del mandato de Jerome Powell. Este conjunto de señales, sumado a la corrección a la baja en el crecimiento del primer trimestre, llevó al

mercado a internalizar un sesgo más expansivo en la política monetaria para la segunda mitad del año, generando una baja en las tasas, particularmente en el tramo corto de la curva. Finalmente, en los primeros días de julio se dieron a conocer los datos del mercado laboral, los cuales sorprendieron al alza y provocaron un repunte en las tasas, moderando nuevamente las expectativas de recortes para lo que resta del año.

Por el lado de datos económicos, la inflación de mayo (IPC) mostró una leve aceleración hasta 2.4% anual, en línea con las expectativas del mercado, mientras que el componente subyacente sorprendió por debajo de las expectativas por cuarto mes consecutivo, al mantenerse en 2.8%. Para el registro de junio, se anticipa una aceleración moderada, donde comenzaría a reflejarse el impacto de los aranceles en el índice de precios, generando nuevas presiones inflacionarias en la medida que se vea si el impacto será transitorio o más permanente. Por su parte, el mercado laboral volvió a sorprender positivamente con una creación de empleo mayor a lo esperada, pero evidenciando fragilidad en el sector privado.

En su reunión de junio, el Fed decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 4.50%, reiterando su enfoque de espera y data dependencia. La actualización del *Dot Plot* mostró un sesgo algo más *hawkish*, con un menor número de consejeros viendo dos recortes para el final del año, pero manteniendo la misma mediana de marzo. En paralelo, comenzaron a evidenciarse señales de división dentro del FOMC, en medio de crecientes presiones políticas por parte de Donald Trump. Tres consejeros realizaron declaraciones con un tono más *dovish*, alineándose, en parte, con la visión más expansiva de Trump, quien manifestó públicamente su intención de nominar anticipadamente a un nuevo presidente del Fed. A pesar de estos movimientos, Powell señaló que la autoridad monetaria continuará actuando con cautela, a la espera de señales más claras desde la inflación y la evolución del mercado laboral. En este contexto, el mercado espera una nueva pausa en la reunión de julio, mientras se evalúa el impacto efectivo de los aranceles sobre los precios, que el Fed ha declarado serían transitorios.

El mercado comenzó a internalizar un escenario de mayor flexibilización monetaria tras la reunión del último mes, apuntando a tres recortes para cierre de año. Sin embargo, tras los sólidos datos de empleo, el mercado se moderó y volvió a esperar dos recortes, al igual que previo a la reunión de junio y alineándose a lo sugerido por la autoridad monetaria. En este contexto, y en combinación con el aumento de los ruidos fiscales y comerciales, las tasas de interés estos primeros días del mes suben, el *treasury* a 10 años se ubica sobre 4.43%, mientras que la tasa del *treasury* a 2 años sobre 3.92%, con una curva que se mantiene empinada con un diferencial 10-2 años en torno 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, por debajo de los 100 pts., e incluso por debajo de su promedio de los últimos cinco años (95 pts.) durante casi la totalidad de junio, en línea con la recuperación de los mercados. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, muestran un alza estos primeros días de julio, registrando 2.43% y 2.36% respectivamente. Este repunte resulta consistente considerando que los próximos datos de inflación comenzarían a incorporar el impacto de los aranceles, generando cierto desacople de las expectativas de inflación en el corto – mediano plazo, aunque sin generar un desanclaje de las expectativas respecto a la meta de 2%.

**Dado lo anterior, si bien el crecimiento económico se revisa a la baja de manera general, no proyectamos una recesión en EE.UU. en el mediano plazo. Por otro lado, se proyecta que los ruidos fiscales, inflacionarios y comerciales se mantengan elevados en el corto plazo, en la medida que se internaliza la nueva ley fiscal, los**

**efectos inflacionarios de los aranceles y los anuncios de nuevas tarifas por parte de la actual administración. 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 y la vuelta de las tensiones comerciales. Por otro lado, se mantiene la posición neutral en *treasuries* a 10 años, dado el nivel de tasas y una eventual desaceleración económica en EE.UU. Finalmente, se mantiene una posición neutral en TIPS.**

## **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene la posición UW**

La volatilidad de los mercados se mantuvo en niveles moderados durante gran parte de junio, aunque hacia el final comenzaron a resurgir tensiones a medida que se aproximaba el vencimiento de la tregua arancelaria de 90 días. Las fricciones comerciales volvieron a ganar protagonismo en el escenario internacional, con nuevas amenazas del presidente Donald Trump.

En ese contexto, el Fed decidió mantener sin cambios la tasa de referencia en 4.50%, reiterando su enfoque de “*wait and see*”, con énfasis en la data dependencia, y conservando también la postura adoptada en marzo según la actualización del *Dot Plot*, que proyecta dos recortes hacia fin de año, aunque con un sesgo ligeramente más restrictivo en las proyecciones a futuro. En consecuencia, el mercado anticipa que se mantenga en pausa en la reunión de este mes y recorte 25 pbs. el rango de tasas en septiembre. Asimismo, se revisaron las proyecciones macroeconómicas, con una reducción en las estimaciones de crecimiento y un alza en las expectativas de inflación hacia el cierre del año. Aunque tras la reunión algunos miembros del FOMC sugirieron la posibilidad de una baja en julio, lo que llevó al mercado a considerar un escenario más expansivo, sorpresas positivas en la creación de empleo de junio disiparon esas expectativas, y todo indica que la postura del Fed se mantendrá sin cambios en el corto plazo.

En Europa, el favorable dato de inflación de mayo permitió al BCE reducir su tasa de depósito hasta 2.00%. La inflación de junio se ubicó en línea con las proyecciones del mercado, alcanzando el objetivo del 2.0% anual, mientras los analistas anticipan una pausa en julio y la reanudación del ciclo de recortes en septiembre. Por otro lado, el consenso de Bloomberg mantuvo su proyección de crecimiento en 0.2% para este año. Así, tanto el Fed como el BCE mantendrían sus tasas en los niveles actuales este mes, con expectativas de una reducción de 25 pbs. en las reuniones de septiembre.

En junio, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 1.4%, en línea con la caída de las tasas alrededor del mundo. A pesar de que este tipo de instrumento presenta cierto atractivo dada su calidad crediticia y un *yield* de 4.5%, los *spreads* volvieron a comprimirse hasta niveles cercanos a los de inicios de abril, mostrando un nivel bastante ajustado y poco consistente al escenario económico de EE.UU., dando espacio a posibles expansiones en el margen. Sumado a esto, la mayor duración de esta categoría nos lleva a mantener mayor cautela respecto a otras alternativas dentro de la renta fija global. Debido a esto, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

## **GLOBAL HIGH YIELD: Se lleva a UW desde neutral**

En cuanto a *High Yield*, durante junio registró una destacada rentabilidad mensual de 1.8%, impulsada tanto por caída de tasas base como compresión de *spreads* en un entorno financiero caracterizado por baja volatilidad y mayor apetito por riesgo. Este comportamiento favorable se dio en un contexto relativamente estable, aunque podría revertirse en julio

ante el regreso de tensiones comerciales, especialmente por nuevos anuncios, amenazas y negociaciones impulsadas por el presidente Trump. Por otro lado, el Fed recortó su proyección de crecimiento económico para este y el próximo año, reflejando una visión más cautelosa sobre el desempeño económico a mediano plazo. En cuanto a *spreads*, se mantuvo la compresión observada tras el repunte luego del *Liberation Day*, destacando una caída más pronunciada en EE.UU., donde los diferenciales se sitúan cerca de 100 pbs. por debajo de su promedio histórico, lo que evidencia una valorización exigente frente al escenario económico actual.

La clase de activo continúa ofreciendo un *yield* atractivo, que si bien se ubicó levemente por debajo del nivel del mes anterior, alcanzando un 7.0%, aún se mantiene por sobre su promedio histórico. No obstante, las valoraciones comienzan a lucir cada vez más ajustadas, especialmente considerando el entorno de elevada incertidumbre asociado a los anuncios comerciales y una economía que da señales de desaceleración. Este escenario aumenta la probabilidad de nuevas ampliaciones en los *spreads* en el corto plazo, lo que limita el potencial de apreciación del segmento y eleva el riesgo para los inversionistas. Dado lo anterior, **se lleva a UW desde neutral la posición en Global High Yield.**

**DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener la posición neutral en deuda soberana, llevar bonos corporativos IG a OW desde neutral, y mantener el posicionamiento neutral en bonos corporativos HY y local markets.**

En junio, la curva de tasas de bonos del Tesoro estadounidense registró caídas en todos sus tramos, con un movimiento más pronunciado en la parte corta, lo que provocó un empinamiento adicional. Tras la reunión del Fed el mercado comenzó a internalizar un mayor número de recortes, lo que llevó a las tasas a caer pronunciadamente en la parte final del mes. Las tasas del resto del mundo mantienen la tendencia de seguir los movimientos de los rendimientos estadounidenses, aunque con ajustes más acotados, reflejando una respuesta más moderada frente a la dinámica del mercado norteamericano. Durante el último mes, la deuda soberana emergente tuvo un rendimiento de USD 2.4%, superando el también positivo desempeño de su contraparte de economías desarrolladas (USD 1.0%). Por su parte, la deuda corporativa emergente registró un *performance* de USD 1.4%, a la par de la corporativa desarrollada.

Para la deuda soberana, a pesar del destacado rendimiento el último mes, y el positivo desempeño en lo corrido del año, el escenario global se mantiene incierto, y podría agregarse cierta volatilidad adicional por el contexto comercial. Por otro lado, a pesar de que el mercado comenzó a internalizar un escenario más expansivo por parte del Fed, aún no hay certeza de que se retomen los recortes en el corto plazo, las presiones inflacionarias se han ido disipando y el efecto de los aranceles sería transitorio, mientras que los positivos datos de empleo entregan soporte a la postura de “*wait and see*” manteniendo la data dependencia. De esta forma, se opta por mantener una posición neutral en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa emergente, se lleva la posición de bonos corporativos *Investment Grade* a *overweight* desde neutral. Durante junio, la clase de activo mantuvo un rendimiento positivo, alcanzando un desempeño de USD 1.3%, alcanzando un *performance* de USD 4.1% esta primera mitad del año. Los *spreads* de esta clase de activo mostraron un alza significativa durante la última parte del mes, a diferencia de sus homólogos desarrollados, que se encuentran ya en niveles cercanos a los vistos previo al alza tras el *Liberation Day*, abriendo una oportunidad relativa dado el desacople de los *spreads*. Por otro lado, los *yields* ofrecidos por estos instrumentos se han mantenido relativamente estables desde finales de 2024, y se ubican por sobre su valor histórico de 10 años y 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 1.5% durante junio, en línea con el buen *momentum* de la renta variable, y alcanzando un rendimiento de USD 4.2% este primer semestre. La clase de activo presenta niveles de *yields* atractivos en términos históricos, lo que puede incentivar el ingreso de capitales. Por otro lado, la compresión de los *spreads* luego de las alzas de abril se ha mantenido más rezagada que sus pares desarrollados, exhibiendo una mayor cautela por parte de los inversionistas frente a estos instrumentos. En línea con esto, el diferencial de *spreads* entre CEMBI HY y Estados Unidos se encuentra ya en su valor promedio de cinco años. De esta forma, se decide mantener en neutral la exposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, las monedas emergentes continuaron con la tendencia apreciativa que han mostrado durante este año, registrando nuevamente un mes al alza. En paralelo, el dólar mantuvo su debilidad y acumuló una depreciación del 2.5% en junio. Si bien estas tendencias se han mantenido a lo largo del año, parte de la ganancia de las monedas emergentes responde al comportamiento bajista persistente del dólar. De esta forma, si esta debilidad del dólar es incluso menos pronunciada, o se pausa en el corto plazo, 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 emergente, bonos corporativos HY y en *local markets*, y se lleva a OW desde neutral la posición en bonos corporativos IG**

### Exposición a Monedas | Julio 2025

| Monedas | Bench. | Jun    | Jul    | OW/UW |       | Cambio |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| USD     | 55.1%  | 55.1%  | 55.1%  | N     |       |        |
| EUR     | 7.5%   | 7.7%   | 6.9%   | UW    | -0.5% | -      |
| GBP     | 1.5%   | 0.9%   | 0.9%   | UW    | -0.5% |        |
| JPY     | 2.4%   | 2.6%   | 2.9%   | OW    | 0.5%  | +      |
| GEMs    | 33.7%  | 33.8%  | 34.3%  | OW    | 0.6%  | +      |
|         | 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 yenes y monedas emergentes.

### Resultados TAACo Global | Junio 2025

| Clase de activo / Región                | Benchmark    | Vinci Compass | Over/Under   | Rentabilidad mensual<br>Índices | Contribución al Portafolio |              | Attribution Analysis |              |
|-----------------------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------------------------|----------------------------|--------------|----------------------|--------------|
|                                         |              |               |              |                                 | Benchmark                  | Compass      | Clase de Activo      | Selectividad |
| Acciones                                | 50%          | 48%           | -2%          | 4.9%                            | 2.45%                      | 2.37%        | -3.1                 | 1.7          |
| Renta Fija                              | 50%          | 46%           | -4%          | 1.8%                            | 0.90%                      | 0.82%        | 6.2                  | -0.8         |
| Caja                                    | 0%           | 6%            | 6%           | 0.3%                            | 0.0%                       | 0.02%        | -18.1                |              |
| Oro                                     | 0%           | 0%            | 0%           | 0.3%                            | 0.0%                       | 0.00%        | 0.0                  |              |
| Cobertura                               |              |               |              |                                 |                            | 0.07%        | 7.0                  |              |
| <b>Portfolio</b>                        |              |               |              |                                 | <b>3.35%</b>               | <b>3.28%</b> | <b>-8.0</b>          | <b>0.9</b>   |
| Outperformance / Underperformance (bps) |              |               |              |                                 |                            |              |                      |              |
|                                         |              |               |              |                                 |                            |              |                      | <b>-7.1</b>  |
| Europe ex UK                            | 13.7%        | 13.7%         | 0.0%         | 2.2%                            | 0.30%                      | 0.30%        | 0.0                  |              |
| Europe Small Cap ex UK                  | 1.2%         | 1.2%          | 0.0%         | 4.0%                            | 0.05%                      | 0.05%        | 0.0                  |              |
| UK                                      | 2.9%         | 1.9%          | -1.0%        | 1.4%                            | 0.04%                      | 0.03%        | 3.5                  |              |
| US Large Cap Growth                     | 17.3%        | 17.8%         | 0.5%         | 5.7%                            | 0.99%                      | 1.02%        | 0.4                  |              |
| US Large Cap Value                      | 14.7%        | 13.7%         | -1.0%        | 4.7%                            | 0.70%                      | 0.65%        | 0.2                  |              |
| US Small Caps                           | 3.5%         | 2.5%          | -1.0%        | 4.8%                            | 0.17%                      | 0.12%        | 0.1                  |              |
| Japan                                   | 4.7%         | 4.7%          | 0.0%         | 1.6%                            | 0.08%                      | 0.08%        | 0.0                  |              |
| <b>Desarrollados</b>                    | <b>58.0%</b> | <b>55.5%</b>  | <b>-2.5%</b> | <b>4.0%</b>                     | <b>2.32%</b>               | <b>2.24%</b> | <b>4.1</b>           |              |
| LatAm                                   | 4.4%         | 5.4%          | 1.0%         | 6.1%                            | 0.27%                      | 0.33%        | 1.2                  |              |
| LatAm Small Cap                         | 0.8%         | 1.3%          | 0.5%         | 3.8%                            | 0.03%                      | 0.05%        | -0.5                 |              |
| China                                   | 12.3%        | 13.3%         | 1.0%         | 3.7%                            | 0.46%                      | 0.49%        | -1.2                 |              |
| EM Asia ex China                        | 19.6%        | 19.6%         | 0.0%         | 7.7%                            | 1.51%                      | 1.51%        | 0.0                  |              |
| EM Asia Small Cap                       | 4.9%         | 4.9%          | 0.0%         | 6.3%                            | 0.31%                      | 0.31%        | 0.0                  |              |
| <b>Emergentes</b>                       | <b>42.0%</b> | <b>44.5%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>6.1%</b>                     | <b>2.58%</b>               | <b>2.69%</b> | <b>-0.5</b>          |              |
| <b>Equities</b>                         |              |               |              |                                 | <b>4.89%</b>               | <b>4.93%</b> | <b>3.6</b>           |              |
| Treasuries 2Y                           | 8.3%         | 9.3%          | 1.0%         | 0.6%                            | 0.05%                      | 0.05%        | -1.2                 |              |
| Treasuries 10Y                          | 11.1%        | 11.1%         | 0.0%         | 1.6%                            | 0.18%                      | 0.18%        | 0.0                  |              |
| Treasuries 30Y                          | 6.1%         | 5.6%          | -0.5%        | 2.4%                            | 0.15%                      | 0.14%        | -0.3                 |              |
| US Tips                                 | 2.6%         | 2.6%          | 0.0%         | 1.0%                            | 0.02%                      | 0.02%        | 0.0                  |              |
| Global Corporate IG                     | 26.5%        | 26.0%         | -0.5%        | 2.3%                            | 0.61%                      | 0.60%        | -0.3                 |              |
| Global Corporate HY                     | 4.0%         | 4.0%          | 0.0%         | 2.2%                            | 0.09%                      | 0.09%        | 0.0                  |              |
| <b>Deuda Desarrollados</b>              | <b>58.6%</b> | <b>58.6%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>1.9%</b>                     | <b>1.10%</b>               | <b>1.08%</b> | <b>-1.8</b>          |              |
| EMBI                                    | 9.5%         | 9.5%          | 0.0%         | 2.4%                            | 0.23%                      | 0.23%        | 0.0                  |              |
| EM Corporate IG                         | 2.8%         | 2.8%          | 0.0%         | 1.3%                            | 0.04%                      | 0.04%        | 0.0                  |              |
| EM Corporate HY                         | 3.8%         | 3.8%          | 0.0%         | 1.4%                            | 0.05%                      | 0.05%        | 0.0                  |              |
| EM Local Markets                        | 25.3%        | 25.3%         | 0.0%         | 1.5%                            | 0.39%                      | 0.39%        | 0.0                  |              |
| <b>Deuda Emergente</b>                  | <b>41.4%</b> | <b>41.4%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>1.7%</b>                     | <b>0.71%</b>               | <b>0.71%</b> | <b>0.0</b>           |              |
| <b>Fixed Income</b>                     |              |               |              |                                 | <b>1.81%</b>               | <b>1.79%</b> | <b>-1.8</b>          |              |

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 30 de junio de 2025

En junio el TAACo optó por una posición *underweight* en acciones (48%), mantuvo la subexposición en bonos (46%) y la sobreexposición en caja (6%). Al 30 de junio la cartera tuvo una ganancia mensual de 3.3%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (3.4%).

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** sumó valor en el margen: contribuyó positivamente el corto UK, largo en acciones de US *Growth* y América Latina, mientras que contribuyó negativamente el largo en China. En la cartera de renta fija contribuyeron negativamente la posición larga en bonos del Tesoro norteamericano de 2 años y corta en 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                          | 3.3%        | 7.6%         | 9.4%         | 11.2%        | 9.3%         | 6.2%         | 4.9%         | 5.3%           | 10.4%               |
| Benchmark                      | 3.4%        | 7.6%         | 9.4%         | 11.7%        | 9.4%         | 5.2%         | 4.3%         | 4.1%           | 10.2%               |
| Out/Under perf. (bps)          | -7          | -2           | -4           | -50          | -15          | 106          | 59           | 122            |                     |
| <b>Acciones</b>                | <b>4.9%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.9%</b> | <b>14.9%</b> | <b>13.7%</b> | <b>10.2%</b> | <b>6.5%</b>  | <b>4.4%</b>    | <b>15.2%</b>        |
| Benchmark                      | 4.9%        | 12.3%        | 13.1%        | 15.3%        | 14.0%        | 10.1%        | 6.4%         | 3.9%           | 15.1%               |
| Europe ex UK                   | 2.2%        | 10.5%        | 21.8%        | 15.2%        | 15.2%        | 9.5%         | 4.9%         | 3.5%           | 18.4%               |
| Europe Small Cap ex UK         | 4.0%        | 16.6%        | 26.2%        | 19.5%        | 12.3%        | 8.6%         | 6.2%         | 7.4%           | 21.5%               |
| UK                             | 1.4%        | 8.7%         | 19.3%        | 20.0%        | 14.5%        | 14.0%        | 5.3%         | 5.1%           | 16.2%               |
| US Large Cap Growth            | 5.7%        | 19.2%        | 5.8%         | 17.3%        | 27.0%        | 19.1%        | 17.5%        | --             | 20.9%               |
| US Large Cap Value             | 4.7%        | 3.1%         | 7.2%         | 13.1%        | 11.9%        | 13.4%        | 8.9%         | --             | 14.6%               |
| US Small Caps                  | 4.8%        | 8.2%         | -0.3%        | 9.2%         | 11.0%        | 12.1%        | 8.3%         | 9.0%           | 20.7%               |
| Japan                          | 1.6%        | 11.2%        | 10.5%        | 11.6%        | 12.7%        | 6.6%         | 4.0%         | 2.3%           | 14.8%               |
| <b>Desarrollados</b>           | <b>4.3%</b> | <b>11.5%</b> | <b>9.5%</b>  | <b>16.3%</b> | <b>18.3%</b> | <b>14.6%</b> | <b>10.7%</b> | <b>7.3%</b>    | <b>14.9%</b>        |
| LatAm                          | 6.1%        | 15.2%        | 29.9%        | 13.4%        | 11.1%        | 10.8%        | 3.8%         | 7.6%           | 25.4%               |
| LatAm Small Cap                | 3.8%        | 18.6%        | 33.8%        | 11.5%        | 8.1%         | 5.0%         | 0.9%         | 5.8%           | 26.8%               |
| China                          | 3.7%        | 2.0%         | 17.3%        | 33.8%        | 3.1%         | -1.0%        | 2.1%         | 7.8%           | 28.0%               |
| EM Asia ex China               | 7.7%        | 19.1%        | 12.2%        | 6.7%         | 14.3%        | 13.0%        | 8.4%         | --             | 17.8%               |
| EM Asia Small Cap              | 6.3%        | 19.2%        | 9.7%         | 7.5%         | 12.7%        | 14.1%        | 6.1%         | 9.4%           | 15.5%               |
| EM Europe and Middle East      | 4.2%        | 5.9%         | 13.5%        | 15.1%        | 6.1%         | 2.3%         | -1.8%        | 2.7%           | 15.5%               |
| <b>Emergentes</b>              | <b>6.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>15.3%</b> | <b>15.3%</b> | <b>10.0%</b> | <b>6.0%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>8.1%</b>    | <b>14.9%</b>        |
| <b>Renta fija</b>              | <b>1.8%</b> | <b>2.9%</b>  | <b>5.7%</b>  | <b>8.0%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>0.6%</b>  | <b>2.3%</b>  | <b>4.3%</b>    | <b>6.5%</b>         |
| Benchmark                      | 1.8%        | 2.9%         | 5.7%         | 8.0%         | 4.8%         | 0.2%         | 1.9%         | 3.7%           | 6.5%                |
| Treasuries 2Y                  | 0.6%        | 1.1%         | 2.7%         | 5.4%         | 2.9%         | 1.0%         | 1.4%         | 2.3%           | 2.0%                |
| Treasuries 10Y                 | 1.6%        | 1.0%         | 5.0%         | 5.3%         | 0.1%         | -3.4%        | 0.6%         | 3.4%           | 8.0%                |
| Treasuries 30Y                 | 2.4%        | -2.2%        | 2.2%         | -0.2%        | -6.4%        | -10.5%       | -0.9%        | 3.8%           | 15.5%               |
| US Tips                        | 1.0%        | 0.5%         | 4.7%         | 5.8%         | 2.3%         | 1.6%         | 2.7%         | 4.4%           | 6.2%                |
| Global Corporate IG            | 2.3%        | 4.4%         | 7.4%         | 9.6%         | 5.5%         | 0.7%         | 2.6%         | 4.4%           | 8.4%                |
| Global Corporate HY            | 2.2%        | 4.8%         | 6.9%         | 11.9%        | 10.7%        | 5.4%         | 4.9%         | 7.0%           | 7.8%                |
| <b>Deuda Desarrollados [1]</b> | <b>1.8%</b> | <b>2.5%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>7.0%</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>0.0%</b>  |              |                |                     |
| EMBI                           | 2.4%        | 3.3%         | 5.6%         | 10.0%        | 8.9%         | 1.8%         | 3.5%         | 6.9%           | 9.3%                |
| EM Corporate IG                | 1.3%        | 1.6%         | 4.1%         | 7.0%         | 5.2%         | 1.1%         | 2.9%         | --             | 5.5%                |
| EM Corporate HY                | 1.4%        | 1.2%         | 3.7%         | 8.3%         | 9.1%         | 3.0%         | 4.7%         | --             | 7.9%                |
| EM Local Markets               | 1.5%        | 4.7%         | 6.5%         | 9.5%         | 5.4%         | 2.4%         | 2.3%         | --             | 7.2%                |
| <b>Deuda Emergentes [1]</b>    | <b>1.7%</b> | <b>3.6%</b>  | <b>5.7%</b>  | <b>9.3%</b>  | <b>6.7%</b>  | <b>0.0%</b>  |              |                |                     |
| Caja                           | 0.3%        | 1.1%         | 2.1%         | 4.7%         | 4.6%         | 2.8%         | 2.0%         | 1.7%           | 0.7%                |
| Oro                            | 0.3%        | 5.5%         | 26.0%        | 41.0%        | 21.9%        | 13.2%        | 10.9%        | 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.