

GB



Informe mensual

Mes de Junio

(2 de julio de 2025)

Informe realizado por Ec. Paula Bujía

Visión de mercado

Transición tras el rebote en forma de “V” en los mercados accionarios

- El shock arancelario en EE. UU. durante abril fue más severo de lo anticipado, pero la incertidumbre disminuyó a lo largo de mayo y junio. Tras la pausa arancelaria y la tregua con China, la estrategia comercial de Trump gira hacia una estructura arancelaria más permanente y diferenciada, con un piso universal del 10%, mientras avanza en acuerdos selectivos.
- La sorpresiva intervención militar de EE. UU. en Irán seguida por un alto el fuego inmediato fortaleció políticamente a Trump y redujo el riesgo de interrupciones sostenidas en los mercados energéticos.
- Aunque la narrativa de estanflación se ha intensificado por datos débiles de consumo e ingreso, consideramos que el impacto inflacionario de los aranceles es transitorio y no está generando un desanclaje de expectativas.
- La desaceleración del empleo refleja factores estructurales como la menor inmigración y no una contracción cíclica, lo que complica el accionar de la Fed en un entorno de baja visibilidad macro.
- A nivel de asset allocation, a pesar de señales de sobrecompra táctica, seguimos constructivos en renta variable a 6-9 meses. Pero en el corto plazo, y luego de las fuertes subas de los últimos dos meses hasta nuevos máximos, es razonable anticipar un período de consolidación en los mercados de renta variable antes de que continúe el avance. Las correcciones en los próximos 2 a 3 meses serían oportunidades de compra dentro de una tendencia alcista intacta.
- Un eventual repunte del dólar podría limitar el desempeño relativo de Europa y emergente frente a EE. UU. En China, el entorno deflacionario limita la suba de la renta variable. En India, mantenemos sesgo positivo pese a valuaciones exigentes, dadas sus fortalezas macro y espacio de política monetaria.

- En renta fija, mantenemos una postura neutral en duración, aunque esperamos una suba moderada en los rendimientos por mayores necesidades de financiamiento público y menor liquidez estructural. A largo plazo, persiste la incertidumbre sobre en qué nivel se estabilizarán las tasas reales de los bonos del Tesoro a largo plazo. Esto dependerá en gran medida de las expectativas sobre el déficit fiscal y la sostenibilidad de la deuda de EE.UU., así como del impacto de las presiones políticas del gobierno sobre la Reserva Federal y su presidente, Jerome Powell.
- Seguimos positivos en crédito de alta y media calidad, respaldado por fundamentos sólidos y baja sensibilidad al ciclo económico. En relación a la deuda emergente, el contexto macro desafía a los spreads en el corto plazo, pero la tesis estructural positiva se mantiene, aunque exige mayor selectividad.
- El oro continúa en fase de consolidación en un contexto alcista estructural. Los fundamentos cíclicos del petróleo siguen mejorando; la volatilidad geopolítica genera oportunidades tácticas de entrada en acciones energéticas.
- Dólar: a pesar de presiones estructurales bajistas, vemos riesgo de repunte táctico por recomposición del Treasury General Account (TGA), emisión neta de deuda y cobertura de posiciones vendidas, con consecuencias directas en el resto de los activos.

Situación macro

Trump y una victoria que no estaba en los planes

El conflicto entre Israel e Irán desapareció casi tan rápido como escaló, y los precios del petróleo retrocedieron hacia los niveles previos al conflicto en cuestión de días. La intervención militar de EE. UU. contra instalaciones nucleares iraníes, seguida de un sorpresivo cese al fuego entre Irán e Israel en apenas 24 horas, fue tan inesperada como eficaz desde el punto de vista estratégico. Pese a los riesgos significativos —bloqueo del Estrecho de Ormuz, represalias iraníes, escalada regional—, el presidente Trump ha logrado dañar la infraestructura nuclear iraní sin provocar consecuencias militares o económicas mayores.

Desde una óptica electoral, esta operación representa un triunfo político clave para Trump. Si logra mantener el alto el fuego, podrá proyectarse como un líder que restablece el orden en Medio Oriente mientras refuerza su imagen interna en plena campaña hacia las elecciones legislativas de 2026, contrarrestando la caída en su popularidad asociada a la implementación de aranceles.

Quizás este episodio marque el comienzo de una nueva etapa de paz en Medio Oriente, en la que se produzca un cambio de régimen en Irán. Tampoco podemos descartar de plano una continuación del conflicto con Israel. Aunque esto último resultaría trágico, la historia demuestra que este tipo de episodios tienden a tener un impacto acotado en la economía estadounidense, dada su magnitud y resiliencia estructural. De hecho, creemos que la reacción limitada de los mercados a este episodio confirma una tendencia estructural: la economía global —y en particular la de EE. UU.— es hoy mucho menos sensible a las disrupciones en Medio Oriente que en décadas anteriores: Estados Unidos es exportador neto de petróleo y productos refinados. Importa poco crudo del Medio Oriente, permitiéndole aislarse del ruido geopolítico de la región.

La consecuencia inmediata es que los episodios de disrupción geopolítica en Medio Oriente ya no deben interpretarse automáticamente como

catalizadores de caídas en los mercados globales, salvo que el conflicto se prolongue y ejerza una presión significativa sobre el precio del petróleo, alimentando así tensiones inflacionarias.

Narrativa de estanflación toma fuerza, pero vemos un riesgo de sobrereacción

Independientemente de cómo evolucione el conflicto, los próximos datos económicos en EE. UU. probablemente tendrán un sesgo estanflacionario: menos crecimiento con más inflación. Dos semanas atrás, se publicaron ventas minoristas e indicadores de producción industrial en EE. UU. por debajo de lo esperado. La semana pasada, las solicitudes continuas de subsidio por desempleo volvieron a subir —una señal de que quienes pierden su empleo están teniendo dificultades para reinsertarse—, mientras que el consumo real cayó 0,3% m/m en mayo y los ingresos personales también retrocedieron, afectados por una caída en rentas, transferencias de la seguridad social e ingresos agrícolas.

Sin embargo, para que se materialice un escenario de estanflación se requiere una secuencia de shocks persistentes y errores de política económica. Parte de la volatilidad reciente responde a compras anticipadas ante los aranceles anunciados en abril. Por eso, seguimos descartando un cuadro de estanflación sostenida en EE.UU. en 2025. Sobre todo, porque, a medida que se disipen en los próximos meses las incertidumbres en torno a los aranceles y la política fiscal, tanto las empresas como los consumidores podrán adaptarse gradualmente al nuevo entorno.

El impacto inflacionario de los aranceles está sobredimensionado. En cuanto a la inflación, el deflactor PCE —la métrica preferida por la Fed— subió solo 0,1% m/m en mayo (2,3% interanual), mientras que el núcleo aumentó 0,2% m/m (2,7% interanual). Si bien este último dato fue algo más alto, seguimos viendo estas subas como transitorias en un contexto de política monetaria aún restrictiva.

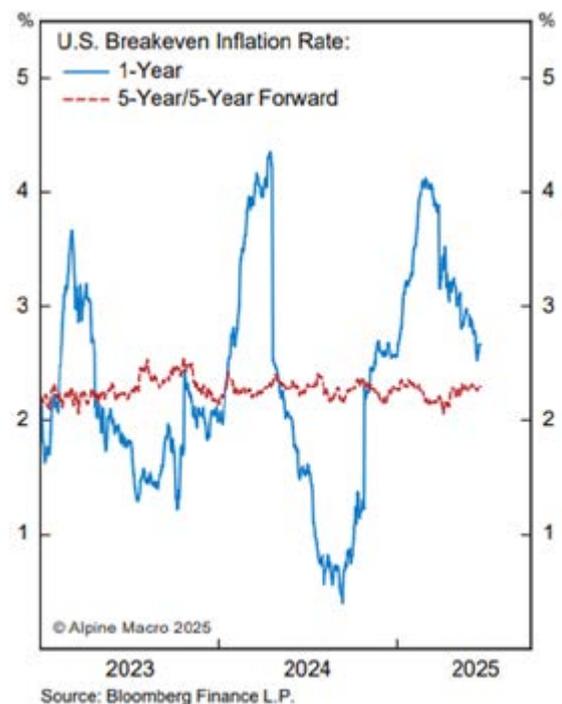
Sostenemos que el efecto de los aranceles sobre la inflación es transitorio. Al igual que un impuesto al consumo, los aranceles generan un impacto de una sola vez sobre el nivel de precios, que se diluye con el paso del tiempo.

Para que los aranceles generen inflación persistente, deberían escalar anualmente e incorporarse a las expectativas de inflación de largo plazo —lo cual no está ocurriendo.

Si bien las expectativas de inflación implícitas a 1 año subieron con los anuncios, el breakeven 5y se mantuvo estable, indicando que el mercado no espera un desanclaje inflacionario a largo plazo.

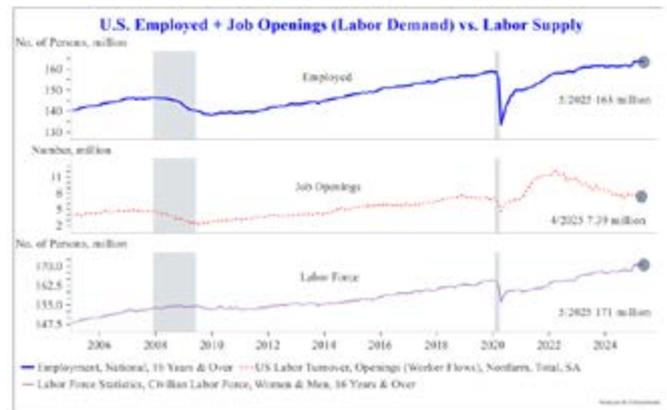
De hecho, las expectativas a 1 año ya comenzaron a retroceder, lo que sugiere que el “efecto tarifa” está empezando a diluirse.

Además, los bienes representan solo el 25% del IPC subyacente. Aunque los aranceles podrían presionar los precios de bienes importados, esa suba sería compensada por desinflación en el 75% restante del índice, particularmente en vivienda y servicios.



La desaceleración laboral es estructural, no cíclica

Respecto al mercado laboral, el ratio de vacantes por trabajador disponible se mantiene cercano a 1, lo que indica un equilibrio general entre oferta y demanda. Esto implica que el crecimiento del empleo depende casi exclusivamente del crecimiento poblacional, que se ha frenado en 2025 debido a cambios en la política migratoria. En ese contexto, cifras mensuales de creación de empleo en el rango de 50.000-100.000 no deberían considerarse preocupantes: son el nuevo “límite de velocidad” del lado de la oferta.



Powell reconoció algunas “grietas” en el mercado laboral, pero no las considera alarmantes. Además, mencionó que las empresas están mostrando mayor confianza para gestionar el shock arancelario.

Incluso la propia Fed proyecta un enfriamiento del mercado laboral. En sus nuevas proyecciones macro, estima un crecimiento del PBI por debajo del potencial para 2025 y 2026, con una suba del desempleo hacia 4,5%. En conjunto, el escenario base empieza a alinearse más con un entorno de repunte transitorio de precios, ruido político y de débil crecimiento, aunque sin recesión, lo que complica la toma de decisiones de política monetaria y limita la visibilidad para los mercados financieros.

La administración Trump gira de los aranceles hacia recortes fiscales: nuevo impulso desde el Congreso con la mira puesta en el 4 de julio

La administración Trump está dejando de lado la agenda arancelaria y redoblando la apuesta por los recortes impositivos, una estrategia más alineada con su base política. El nuevo proyecto de ley —denominado One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)— fue aprobado por la Cámara de

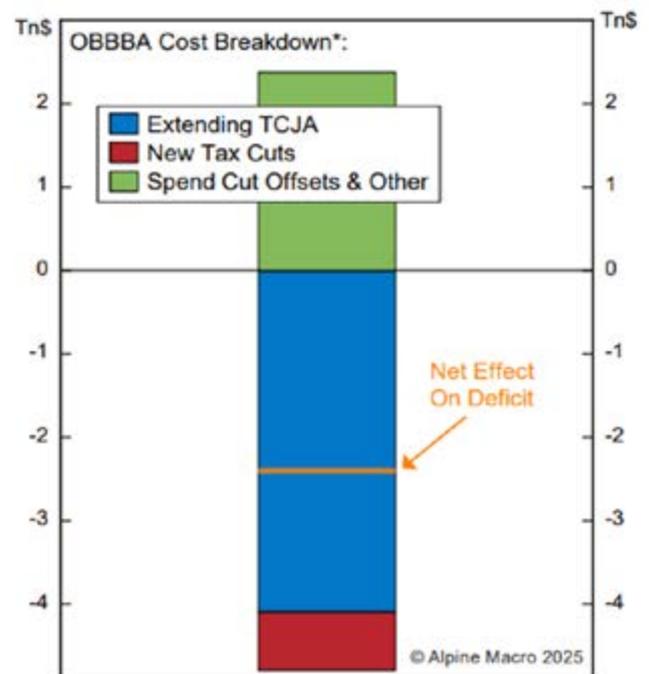
Representantes el 22 de mayo y aprobado con cambios por el Senado el 1° de julio, generando tensiones internas incluso dentro del Partido Republicano.

El objetivo principal del OBBBA es prorrogar los recortes impositivos de la ley de 2017 (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA). A esto se suman nuevos alivios fiscales específicos, un paquete de recortes de gasto orientado a compensar parte del costo fiscal y elevar el tope de deuda. Aun así, el impacto neto sobre el déficit federal se estima en +US\$2.400 billones en la próxima década en comparación con un escenario donde el TCJA expira como está previsto a fines de 2025.

El impacto fiscal acumulado a 10 años se compone de:

- Prórroga del TCJA: +US\$4.200 billones
- Nuevos recortes impositivos y de gasto: +US\$700 billones
- Recortes de gasto estructurales: – US\$2.400 billones

La extensión del TCJA no representa un nuevo impulso, dado que ya está incorporado como ley vigente. Sin embargo, su no renovación implicaría un endurecimiento fiscal significativo, al revertir los niveles impositivos a los previos a 2017.



Por su parte, los **nuevos recortes impositivos tienen un costo neto de US\$662 billones**, y apuntan a promesas de campaña de Trump, como la eliminación de impuestos sobre propinas y horas extra. También se incluye la **deducción inmediata de inversiones en capital fijo (capex)** como una medida para favorecer la inversión.

El paquete de ajustes fiscales contempla recortes por US\$2.400 billones, centrados en programas sensibles como Medicaid, subsidios verdes del Inflation Reduction Act, y asistencia estudiantil.

Aun si no se aprueban en su totalidad, es altamente probable que el OBBBA empuje el déficit estructural al alza, complicando el panorama fiscal de largo plazo y posiblemente afectando la calificación crediticia soberana si no se compensa con ingresos futuros.

Los líderes de la Cámara de Representantes están presionando para aprobar el proyecto de ley antes del 4 de julio, una fecha simbólica utilizada para generar impulso político. El proyecto es clave para evitar una suba impositiva de US\$400.000 millones. A pesar de los esfuerzos, el número de votos necesarios sigue lejos y se complica por conflictos internos y cambios de último minuto en el texto legislativo.

El riesgo político está contenido, pero se anticipa una semana de alta tensión legislativa. El déficit fiscal sigue siendo el principal punto de fricción: se necesitan recortes de gasto por US\$1.500 billones para compensar el costo del paquete, y algunos compromisos previos parecen haberse debilitado, lo que genera resistencias entre republicanos conservadores.

El Congreso tiene tres caminos: aprobar directamente el proyecto del Senado, entrar en una negociación de ida y vuelta, o convocar a un comité de conferencia. Cualquiera sea el mecanismo, se espera que la ley se apruebe en las próximas semanas. El riesgo es que el retraso erosione aún más el mercado laboral. Con el deadline de techo de deuda estimado para la mitad de agosto, el Congreso tendría que aprobar la ley de todos modos en las próximas dos semanas.

Aranceles: tregua con China mientras que el 9 de julio entran en vigor los aranceles recíprocos

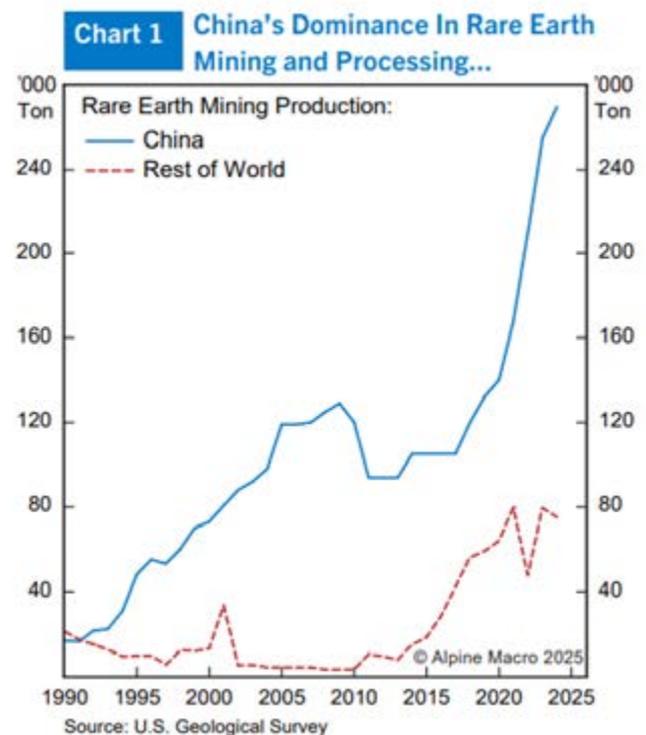
Las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China en Londres, a comienzos de junio, dieron lugar a un nuevo “acuerdo marco”, reformulando los compromisos asumidos semanas antes en Ginebra.

Este rápido recambio de acuerdos refleja la complejidad estructural del conflicto bilateral y deja en evidencia la fragilidad de cualquier tregua duradera. Mientras la administración Trump presentó el entendimiento como un cierre definitivo, Pekín optó por un lenguaje más ambiguo, calificando el pacto como un “consenso sobre el marco de las medidas”. **Este lenguaje calibrado expone la fragilidad del pacto, sugiriendo que la tregua es transitoria y susceptible de reversión.**

Lo más significativo de esta etapa es el reconocimiento mutuo del poder que cada país ejerce en eslabones críticos de las cadenas de suministro globales. EE. UU. ha intensificado el uso de su liderazgo tecnológico como herramienta de presión, mientras China ha comenzado a responder con restricciones en sectores donde domina, como las tierras raras (ver gráfico).

Ambos países se han transformado en rivales casi simétricos en industrias clave — inteligencia

artificial, biotecnología, semiconductores, computación cuántica, entre otras— consolidando un sistema de competencia bipolar. En este marco, aunque se mantiene la rivalidad estratégica, el riesgo de un desacople total se reduce: ambos saben que una escalada descontrolada sería mutuamente destructiva.



En cuanto al resto de los países, el 9 de julio entran en vigor los aranceles recíprocos. Si no se alcanzan acuerdos comerciales bilaterales antes de esa fecha, se activará una nueva ronda de aranceles por un total de U\$146bn, intensificando las tensiones comerciales y agregando presión sobre cadenas de suministro y precios al consumidor.

El consenso sigue siendo que el equipo de Trump buscará una salida negociada —una suerte de “acuerdo para avanzar hacia un acuerdo”— que le permita posponer la entrada en vigor de los aranceles, sin perder capital político.

Sin embargo, probablemente uno o dos países deban enfrentar tarifas más altas, para evitar que parezca una capitulación total por parte de la Casa Blanca.

En este sentido, el miércoles 2 de julio, Donald Trump anunció vía redes sociales un acuerdo comercial con Vietnam. Aunque evita el retorno a tarifas “recíprocas” del 46%, el nuevo marco eleva las tarifas desde US\$270bn a US\$298bn. Vietnam pagará una tarifa base del 20% y un 40% sobre bienes con origen chino, reflejando el endurecimiento de las reglas de origen. A cambio, productos estadounidenses entrarán sin aranceles. De esa manera, la política comercial de EE. UU. busca formalizar un piso del 10% como “tarifa universal” y construir una estructura más exigente con países asiáticos.

De esta manera, México y Canadá emergen como grandes ganadores: al contar con reglas de origen consolidadas bajo el USMCA y sin tarifa universal, aumentan su ventaja comparativa. Se anticipa mayor onshoring hacia Norteamérica. India es el siguiente objetivo en la agenda comercial; Japón y Europa siguen rezagados y bajo presión.

Renta fija

Mantenemos una postura neutral en duración, aunque esperamos una suba moderada en los rendimientos a partir de estos niveles

Durante el primer semestre nos hemos enfocado en el impulso de liquidez generado por el techo de deuda para explicar los movimientos esperados en los rendimientos de deuda.

Los responsables de política deberán ser creativos para compensar el drenaje de liquidez. Una vez que el Congreso eleve el techo de deuda, el colchón de liquidez desaparecerá y podrían endurecerse las condiciones financieras. Con la absorción de liquidez del sistema, los rendimientos de los bonos comenzarán a reflejar más los fundamentos fiscales y de oferta, dejando atrás un contexto de distorsiones técnicas.

En 2023 esto tardó varias semanas en manifestarse, pero cuando ocurrió, el ajuste fue severo. Para evitar ese desenlace, será necesario un cambio de enfoque en la política monetaria y regulatoria.

Todo lo demás constante, se espera que los rendimientos de deuda experimenten una suba moderada a partir del aumento en la emisión de deuda en las próximas semanas. No obstante, existen instrumentos de gestión que las autoridades pueden activar para mitigar dicho impacto.

Desde enero, se han planteado y ejecutado varias medidas en esa dirección:

- Fin del QT en marzo, lo que liberó aproximadamente USD 20.000 millones mensuales de capacidad adicional en el mercado de Treasuries.
- Ajustes en el Supplementary Leverage Ratio (SLR) para facilitar una mayor demanda bancaria por deuda pública.
- La Fed podría recortar tasas (aunque todavía hay poca visibilidad de cuándo comenzaría a hacerlo)
- El Tesoro aún debe definir el nivel objetivo para el TGA (cuenta general del Tesoro). Una estrategia moderada implicaría llevarla a US\$400.000

millones (en lugar de US\$800.000), o hacerlo de forma más gradual para reducir el impacto sobre la curva de rendimientos.

- La Fed podría considerar reinvertir vencimientos de MBS en T-bills, lo que aliviaría la presión en el tramo corto.

Seguimos considerando que los rendimientos de deuda a 10 años seguirán operando en un rango amplio de 4.0%/4.6%. El principal riesgo a este escenario de rango es un repunte en la prima al vencimiento, si el mercado reacciona negativamente a los nuevos paquetes de gasto público. Una mala recepción del mercado ante el nuevo programa fiscal podría generar una venta en Treasuries.

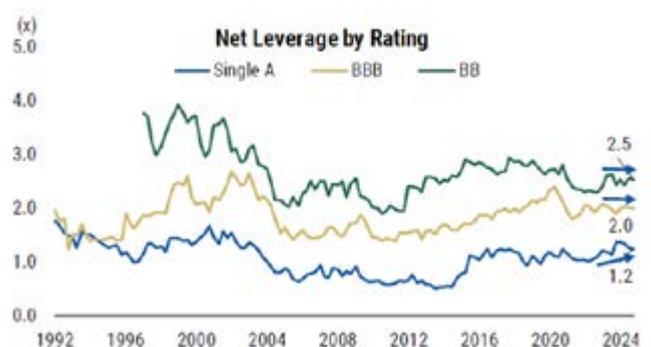
Para superar el 4.6% se necesitaría un shock alcista en expectativas de subas de tasas, algo que, aun en este escenario, parece poco probable. Por el contrario, para perforar el 4% haría falta una recesión, escenario que también es poco probable en la actualidad, sobre todo considerando el renovado impulso fiscal.

Créditos grado de inversión y BBs: atractivos en términos de riesgo-retorno

El balance riesgo-retorno sigue siendo favorable para el crédito corporativo de alta y media calidad. Los fundamentos se mantienen sólidos y su sensibilidad al ciclo económico es limitada.

El ratio de apalancamiento neto (net leverage) se ha mantenido estable para los emisores investment grade (IG) y high yield (BB) en los últimos años, a pesar del entorno de mayores tasas. Las empresas siguen gestionando su deuda de manera prudente, sin recurrir a un

Net leverage for IG and BBs is holding up



Source: Bloomberg, S&P Capital IQ, Morgan Stanley Research.

apalancamiento excesivo, incluso dentro del segmento especulativo, lo que refuerza la resiliencia del crédito corporativo en este ciclo.

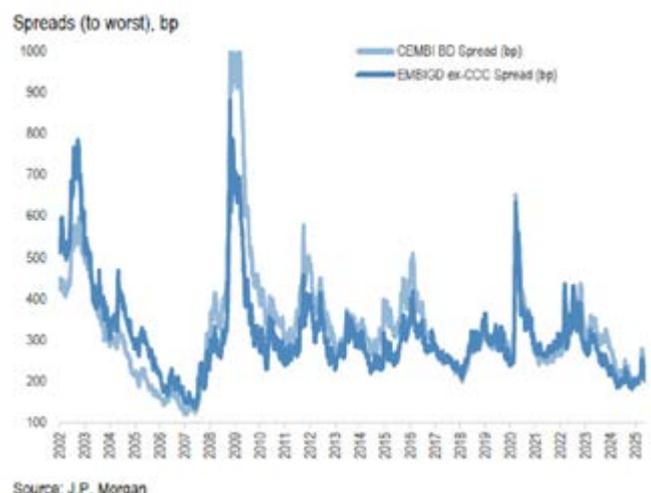
Por el contrario, el deterioro del crecimiento económico representa un desafío mayor para las estructuras de capital más apalancadas. A esto se suma la expectativa de una Fed más paciente, que retrasaría los recortes de tasas.

Deuda emergente: el entorno macro y el posible repunte en el dólar representa un desafío de corto plazo

Tal como planteamos desde finales de 2024, creemos que estamos en las etapas iniciales de un nuevo ciclo bajista del dólar, con fundamentos estructurales que recuerdan al punto de inflexión de 2002: un dólar caro en términos reales y un déficit de cuenta corriente en expansión. Este entorno debería beneficiar especialmente a las monedas emergentes con superávit externo o una sólida posición acreedora neta.

No obstante, advertimos que en el corto plazo existe el riesgo de una apreciación táctica del dólar, impulsada por una reducción en la liquidez y un retraso en el ciclo de recortes de tasas de la Fed. Además, la falta de un “pull factor” estructural en el mundo emergente —como fue el auge de China en los 2000— limita el potencial de apreciación frente a divisas desarrolladas como el euro o el yen.

El gráfico muestra que los spreads de crédito de mercados emergentes (EM) han regresado a niveles históricamente bajos, en línea con un entorno global de mayor apetito por riesgo. Sin embargo, la compresión ha sido más marcada en la deuda soberana (EMBIGD ex-CCC) que en los corporativos (CEMBI BD), lo



que sugiere que los inversores aún demandan una prima adicional por el riesgo corporativo.

Los diferenciales actuales se sitúan en el rango inferior, aunque sin llegar a los mínimos de 2007, lo cual limita el potencial de compresión adicional y exige mayor selectividad en la construcción de portafolios de crédito emergente.

De corto plazo, las condiciones fiscales son manejables para la mayoría de los emergentes. Los países frontera han mejorado sus balances fiscales primarios, en parte gracias al FMI y a reformas internas.

Existen posibilidades de mejora en los spreads soberanos de algunos países latinoamericanos con elecciones previstas en el próximo año, donde se espera un posible giro hacia el centro. Este sería el caso de Colombia (mayo 2026), Brasil (octubre 2026) y Chile (noviembre 2025).

Aun cuando los comicios están relativamente lejanos, el mercado podría comenzar a anticipar un cambio de orientación en la política económica, una mayor previsibilidad institucional y un entorno más favorable para la inversión. El caso más emblemático y por lo tanto de mayor oportunidad, es el de Colombia donde este año se vio una ampliación de spreads en bonos soberanos y corporativos por una política fiscal irresponsable del presidente Petro.

Renta Variable

Recuperación en forma de “V”: mantenemos una visión constructiva sobre la renta variable en un horizonte de 6 a 9 meses.

Con seis meses transcurridos, el mercado pasó de una caída cercana al -15% en los mínimos de abril a cerrar con un avance de +5,5% al 30 de junio. Fue un giro notable y poco frecuente, comparable solo con unos pocos episodios en los últimos 75 años (como en 2016, 2014,

2009 o 2003). Si hay una lección clara del primer semestre, es que el comportamiento de los precios sigue moldeando el sentimiento, y que abstraerse frente a los titulares —especialmente en los momentos más intensos del mercado— puede ser una ventaja significativa, como el mercado petrolero volvió a demostrar recientemente.

De cara al segundo semestre, la estacionalidad continúa siendo un viento de cola, especialmente durante julio —históricamente uno de los mejores meses—, antes de ingresar en la típica debilidad de agosto y setiembre. El liderazgo sectorial sigue siendo constructivo: Finanzas, Industriales, Tecnología y Comunicaciones se mantienen en la parte alta del ranking, mientras que los sectores defensivos y Energía por ahora siguen rezagados.

Aun si se evita un escenario de recesión o estancamiento —como esperamos— parte de las buenas noticias ya está descontada en precios. Los indicadores de posicionamiento, sentimiento y técnicos pasaron de los niveles de sobreventa observados en la capitulación de inicios de abril a niveles actuales cercanos a la euforia.

De cara al corto plazo, identificamos tres posibles catalizadores para una toma de ganancias: el vencimiento de la tregua arancelaria el 9 de julio con algunos acuerdos por firmar, nuevas tensiones comerciales con China y un repunte en las tasas largas de EE. UU. que afecte las valuaciones. Ninguno de estos factores amenaza los fundamentos, por lo que, si se diera una corrección, esperamos que sea acotada, con soporte técnico en torno a 5500 para el S&P 500.

En resumen: la suba luce algo extendida de corto plazo. La tendencia cíclica alcista de las acciones sigue viva, pero el mercado debe antes digerir estas subas, posiblemente en los próximos dos a tres meses. Las caídas en este contexto deben interpretarse como oportunidades de compra. El catalizador para una mayor amplitud del rally seguramente provenga de un recorte de tasas por parte de la Fed, aunque más adelante en el año.

El aumento de los múltiplos en las acciones americanas no pasa desapercibido

Para 2025, el crecimiento esperado de utilidades ronda el 7%, la mitad del ritmo anticipado al inicio del primer mandato de Trump. Hacia 2026, aún se prevé una aceleración del crecimiento de ganancias, escenario que sigue siendo plausible. Las expectativas de crecimiento de ingresos para el S&P 500 presentan una perspectiva más equilibrada en comparación con las ganancias. Dadas las señales recientes de debilitamiento en los datos laborales, uno de nuestros focos clave en esta temporada de resultados será la salud del consumidor, particularmente en los segmentos orientados a servicios. De forma alentadora, los márgenes parecen estar estabilizándose al cierre del segundo trimestre.

El dato que mejor refleja cómo los inversores están mirando más allá de los riesgos actuales es el rebote en los múltiplos. Con el P/E forward en 22x, las valuaciones han vuelto prácticamente a los niveles alcanzados tras la elección de Trump, aunque esta vez con menores expectativas de crecimiento de utilidades.



Dado el nivel relativamente bajo de expectativas para la próxima temporada de resultados, no sería necesario un mayor incremento en los múltiplos de valuación para sostener los niveles actuales de precios. Sin embargo, una recomposición negativa del balance de riesgos podría deteriorar la percepción del mercado, limitando el avance de las acciones.

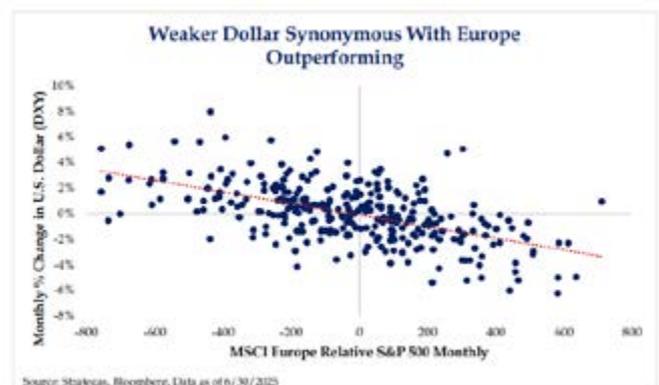
Un repunte en el dólar podría limitar el desempeño superior que los mercados desarrollados han mostrado frente a Estados Unidos en lo que va del año.

El crecimiento de utilidades es, en última instancia, el motor clave detrás del desempeño accionario. Y la pregunta fundamental es si hay evidencia empírica que sugiera que las ganancias en mercados internacionales están por superar a las utilidades por acción de EE. UU.

Para nosotros, la respuesta, por ahora, es negativa

El diferencial de rentabilidad entre acciones estadounidenses e internacionales se explica en gran medida por la superioridad sostenida en el crecimiento de utilidades corporativas en EE. UU. Esta ventaja estructural ha sido el principal soporte de la supremacía del equity norteamericano en las últimas dos décadas, y no vemos señales convincentes de un cambio inminente en esa dinámica.

Un segundo factor determinante en la performance relativa es el dólar. Históricamente, la debilidad del dólar suele favorecer al resto del mundo desarrollado vs EE.UU. En este contexto, un repunte en el dólar podría revertir este comportamiento, al menos parcialmente.



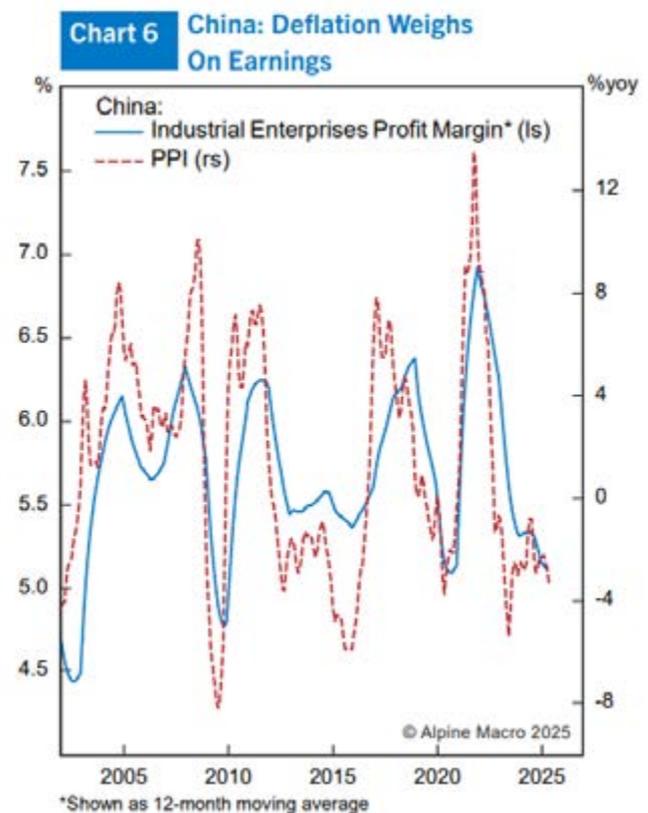
La apreciación del dólar también podría limitar las ganancias en los mercados emergentes en los próximos meses

En la primera mitad de 2025, las acciones de mercados emergentes (EM) superaron a sus pares desarrolladas, apoyadas por una combinación de factores cíclicos favorables (incluyendo la debilidad del dólar) y una recuperación gradual en China. Sin embargo, al comenzar la segunda mitad del año, el principal riesgo inmediato para EM gira en torno a la posible reimposición de aranceles "recíprocos" por parte de EE. UU. una vez finalizada la actual pausa de tres meses el 9 de julio.

Acciones chinas: nos mantenemos neutrales en el corto plazo, atentos a catalizadores de fin de año. Reafirmamos nuestra postura neutral en renta variable china de corto plazo, dado que el actual entorno macro presenta fundamentos mixtos y no justifica aún un cambio de sesgo hacia el optimismo. Por un lado, China parece haber reducido su exposición al riesgo arancelario tras alcanzar un acuerdo marco con EE. UU. en Londres.

En este sentido, las expectativas de estímulos fiscales o monetarios agresivos son poco realistas: la economía ya se encuentra en camino de cumplir con la meta oficial de 5% para 2025, reduciendo el incentivo para intervenciones de gran escala por parte de las autoridades.

Por otro lado, la presión deflacionaria persiste. Tanto el IPC como el IPP profundizaron su caída en terreno negativo, lo que implica que el deflactor del PIB acumulará nueve trimestres consecutivos en contracción —el período más prolongado desde la era de reformas. Este entorno erosiona márgenes corporativos y debilita la capacidad de generación de utilidades, por lo que cualquier argumento alcista sobre acciones chinas debe descansar sobre una expansión de múltiplos, no sobre mejoras en las ganancias.



Un eventual restablecimiento de la confianza del consumidor, anuncio de nuevas medidas de estímulo o señales de estabilización del mercado inmobiliario podrían actuar como catalizadores para mejorar nuestra postura táctica sobre el mercado chino.

India: mantenemos la visión positiva a pesar de las elevadas valuaciones.

El recorte sorpresivo de 50 pb por parte del Banco de Reserva de India (RBI), junto con la reducción del coeficiente de reservas bancarias, sugiere que posiblemente haya entrado en una pausa de corto plazo. El recorte se da en un contexto de inflación a la baja —con la proyección de IPC revisada a 3,7%— y una economía que aún enfrenta desafíos para sostener un crecimiento del 6,5%, según el objetivo oficial.

A pesar del tono más moderado del RBI y las altas valuaciones, seguimos viendo con optimismo la renta variable india. La combinación de tasas reales todavía elevadas, un banco central con espacio para actuar si es necesario y fundamentos macro, lo convierten en uno de los mercados más atractivos dentro del universo emergente.

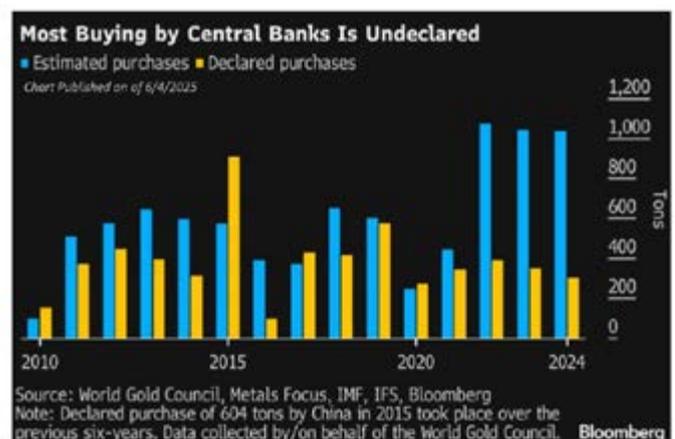
Commodities

El oro sigue en proceso de consolidación

El oro ha estado consolidando en los últimos meses, digiriendo las subas registradas hasta mediados de abril. Seguimos considerando que esta pausa debe ser aprovechada por aquellos que han permanecidos ajenos a este bull market ya que el trasfondo estructural sigue siendo alcista.

La gráfica muestra la evolución de las compras de oro por parte de bancos centrales desde 2010 hasta 2024, diferenciando entre compras estimadas (barras azules) y compras declaradas (barras amarillas).

A partir de 2022, las compras estimadas aumentan considerablemente, superando las 1.000 tone-



ladas anuales, mientras que las declaradas se mantienen estables o incluso disminuyen, reforzando la idea de que la mayor parte de las compras recientes no se han hecho públicas.

Si bien es de público conocimiento el aumento de las compras por parte de los bancos centrales, que un peso significativo de las compras no sea declarado sugiere que este determinante es aun más fuerte lo esperado, lo que apunta a que el precio del oro podría seguir subiendo, con una menor oferta disponible.

Petróleo: más allá de la turbulencia geopolítica

El mes pasado escribíamos que posiblemente en mayo habíamos visto el mínimo del ciclo, ya que gran parte de las malas noticias ya estarían reflejadas en precios. La reciente escalada bélica entre Irán, Israel y EE. UU. desacopló temporalmente la cotización del crudo respecto a sus fundamentales, generando sobrerreacciones transitorias de precios. El cese al fuego impulsado por Trump redujo la prima geopolítica, aunque el riesgo de una nueva escalada sigue latente. En ausencia de interrupciones sostenidas en la oferta global, cualquier suba abrupta en precios será probablemente efímera.

El principal riesgo por el lado de la oferta es un bloqueo del Estrecho de Ormuz por parte de Irán. Aunque sería un evento disruptivo (por donde fluye cerca del 25% del crudo global), se considera improbable por el elevado costo económico y la segura represalia militar de EE. UU. y sus aliados del Golfo.

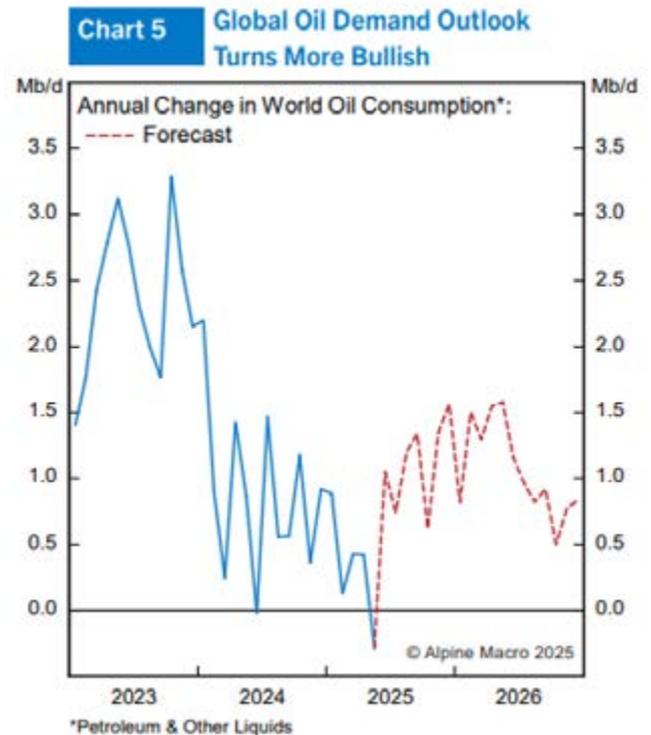
Asimismo, el crecimiento del shale estadounidense continúa desacelerándose, con el número de plataformas activas que viene disminuyendo desde hace dos años. Además, las compañías mantienen una tendencia a la disciplina de capital: el capex cae mientras se priorizan dividendos y buybacks.

En este contexto, el consumo global de petróleo presenta un sesgo alcista por varios motivos: menor probabilidad de recesión en EE. UU; estabilidad de la economía China y resistencia del consumo en India. La EIA proyecta un aumento del consumo global de +0.8 mb/d en 2025 y +1.1 mb/d en 2026, con India ganando protagonismo como principal motor de la demanda.

En conclusión, la volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero los fundamentos cíclicos do-

minan las perspectivas de mediano plazo. Los precios podrían estabilizarse en niveles más alto que los actuales, con potencial de rebote ante correcciones, sustentados por una mejora en la demanda y sin señales de shocks relevantes por el lado de la oferta.

En este entorno, las acciones del sector energético siguen estando atractivas y cualquier caída adicional debe ser aprovechado como una oportunidad para incrementar. Los dividendos y recompras de las grandes petroleras probablemente superen el gasto de capital (capex) por cuarto año consecutivo en 2025, con foco en la rentabilidad para el accionista más que en aumentar producción.



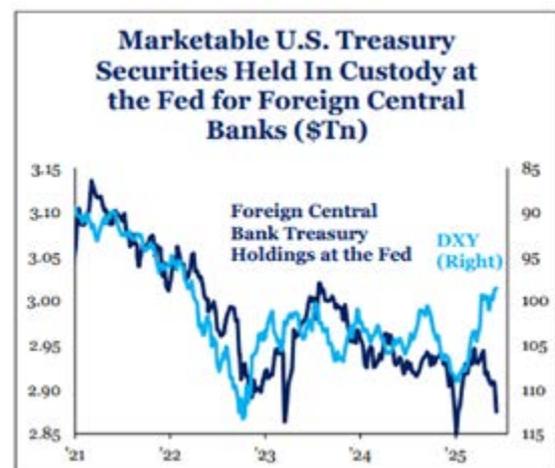
Divisas

Cerca de un piso en el dólar

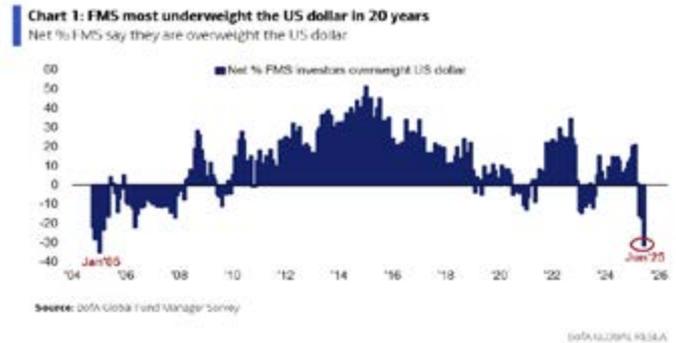
La reciente caída del dólar —una depreciación del 11% del DXY desde sus máximos— ha sido impulsada por una combinación de factores cíclicos: nuevas medidas arancelarias, retórica proteccionista de la administración Trump (el llamado “acuerdo de Mar-a-Lago”), inyecciones de liquidez por U\$500bn desde abril, y creciente déficit fiscal. A esto se suma la incertidumbre en torno al artículo 899 de la reforma tributaria, que podría afectar la inversión extranjera en EE. UU. (aunque fue removido del proyecto recientemente). Sin embargo, muchos de estos elementos son transitorios y podrían revertirse.

Sin embargo, lo que comienza a gestarse por debajo de la superficie podría tener implicancias más duraderas. La respuesta histórica de los bancos centrales ante la debilidad del dólar ha sido aumentar su tenencia de Treasuries para frenar la apreciación de sus monedas.

Pero desde abril, esa dinámica parece haberse roto: la tenencia de deuda estadounidense custodiada en la Fed (cerca de US\$3bn) ha caído, lo que sugiere un incipiente proceso de diversificación de reservas. Este patrón, de confirmarse, marcaría un cambio de régimen. A largo plazo, el fin del excepcionalismo estadounidense abre la puerta a una tendencia bajista estructural.



Aun así, en el corto plazo, creemos que podemos estar muy cerca del inicio de un repunte en el dólar, con consecuencias en varios activos, tal como advertimos en todo el informe.



A partir de la reanudación de la emisión de deuda neta en julio una vez que se vote la ampliación del tope de deuda, se anticipa una recomposición gradual del Treasury General Account (TGA). Este proceso absorberá liquidez del sistema financiero, lo cual tiende a endurecer las condiciones monetarias.

Históricamente, una contracción del saldo del TGA implica menor liquidez neta para los bancos, lo que fortalece al dólar, especialmente cuando se combina con un contexto de cobertura de posiciones vendidas. Con los especuladores fuertemente posicionados contra el dólar e inversores con el mayor pesimismo sobre el futuro de la moneda desde enero 2005 (justo antes que comience un proceso de apreciación del dólar de más de 10% en 10 meses), incluso una modesta reversión de estos flujos podría provocar un movimiento brusco de corto plazo, en un clásico “short squeeze”.

A medio plazo, el escenario base continúa siendo de depreciación estructural del dólar, pero no puede descartar un rebote antes de que esa tendencia se reanude.

Asset Allocation – julio 2025

Asset Allocation global	Perspectiva global		Comentarios
	3 a 6 meses	6 a 12 meses	
Asset Allocation global	- 0 +	- 0 +	
Acciones	+	+	Mantenemos una posición LWF desde el punto de vista tático después de las fuertes subas de abril y mayo. De corto plazo, el resurgimiento de tensiones comerciales, el presupuesto y la renovación electoral, contrasta con aspectos más positivos hacia el cuarto trimestre, como el giro hacia políticas más pro-mercado junto con otros catalizadores positivos (menor costo energía, dólar débil, dólar Fed).
Bonos	-	-	Tasas en rango 3QES, apuntando al tope tras la caída reciente. Carry atractivo. Segundo semestre más presiones al alza (política fiscal más expansiva, mayor emisión).
Materias primas	+	+	El petróleo debería estabilizarse en el corto plazo en estos precios. Los metales pueden continuar consolidando durante el tercer trimestre.
Alternativas	+	+	Seguimos viendo valor en el crédito privado aunque los spreads en senior direct lending no son tan atractivos como 1 año atrás. Creciente valor en private equity. Alternativas líquidas como long/short y global macro surgen como opciones atractivas ante volatilidad en los rendimientos de deuda.
Criptomonedas	+	+	Con las fuertes subas observadas en los últimos meses, crecen las posibilidades que estemos cerca de un tope relevante.
Cash	-	-	Mantenemos cash para ser selectivos con las compras.
Renta variable (regiones)*	- 0 +	- 0 +	
Estados Unidos	+	+	Es prematuro decretar el fin del liderazgo cíclico, especialmente considerando una brecha de productividad en expansión respecto al resto del mundo, lo que reduce las probabilidades de una desaceleración prolongada en el crecimiento relativo de ganancias en EE.UU.
Europa	-	-	El giro hacia políticas fiscales proclivas en Alemania y potencialmente en toda la Eurozona impulsará el crecimiento y favorecerá a la renta variable, aunque persisten desafíos estructurales significativos. De corto plazo puede verse afectada por un repunte en el dólar.
Japón	+	+	La posibilidad que el yen se debilite en los próximos meses vuelve a la renta variable japonesa más atractiva.
Asia	+	+	El tono cada vez más pro-crecimiento de China debería consolidar la incipiente recuperación de las ganancias corporativas y respaldar a la renta variable de mercados emergentes. De corto plazo, las renovadas tensiones comerciales representa una amenaza para China. India sigue destacándose. El repunte en el dólar podría impactar de corto plazo.
América Latina	+	+	
Renta variable (sectores)*	- 0 +	- 0 +	
Tecnología	+	+	Fuerte suba desde comienzos de abril. Pausa espasada de corto plazo. Aún existen riesgos regulatorios y de trade, especialmente en hardware y semis. Sin embargo, el sector mantiene liderazgo en calidad, crecimiento y márgenes.
Comunicaciones	+	+	Tanto entretención (bajo costo) como el sector más defensivo de telecomunicaciones (orientación hacia servicios no cíclicos y su exposición limitada a los aranceles) deberían destacarse. Consolidación de corto tras la fuerte suba.
Consumo discrecional	+	+	Tras el fuerte rebote, puede entrar en un período de consolidación. Sigue vulnerable a una caída en el gasto del consumidor en un horizonte más largo.
Financiero	+	+	Sólidez de los fundamentales y los vientos de cola seculares asociados a la nueva administración, con una posible relajación de algunas normas que podrían llevar a aumentar préstamos y buyback.
Industriales	+	+	Defensa y construcción con sesgo alcista pero expuestas a volatilidad por tarifas. Pausa tras las fuertes subas.
Materiales	+	+	Riesgo arancelario elevado vs. posibilidad de nuevos estímulos de China. Pausa tras las subas.
Energía	+	+	Repunte en los últimos semanas. La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero fundamentos positivos de mediano plazo. Los dividendos y recompras de las grandes petroleras probablemente vuelvan a superar el gasto de capital.
Consumo básico	+	+	Sector que no está bastante pero que suele mostrar un mejor comportamiento relativo en momentos de desaceleración en ganancias. Valuación atractiva, posibilidad de destacarse en los próximos meses.
Salud	+	+	Sector muy castigado. Buena combinación de sectores cíclicos y defensivos. Biopharma se beneficia de historias idiosincráticas y M&A.
Servicios públicos	+	+	Positiva dada la combinación de características defensivas y los vientos de cola del crecimiento secular derivados del aumento de la demanda interna de energía. Upside limitado de corto plazo en caso de repunte en rendimiento de deuda.
Real estate	+	+	Se beneficia de menores tasas y sesgo defensivo. Upside limitado de corto plazo en caso de repunte en rendimiento de deuda.
Renta fija	- 0 +	- 0 +	
Duration	-	-	Los rendimientos de deuda se han mantenido mayormente dentro del rango 4.0%-4.5%. Nuestra expectativa es que continúe esta tendencia, aunque el riesgo es al alza en la segunda parte del año.
Soberana desarrollada	-	-	MBS ofrece rendimientos relativos más atractivos que los Treasuries.
Corporativo (Investment grade)	+	+	Los spreads actuales ofrecen mejor valor relativo y son consistentes con un aterrizaje suave del ciclo económico.
Corporativo (high yield)	+	+	Los spreads han vuelto a comprimir, sigue sin compensar mayormente el riesgo.
Emergente	+	+	Los spreads actuales son más atractivos que en el universo de high yield en USD pero con mejor calidad. Resistente en la reciente corrección.
Materias primas	- 0 +	- 0 +	
Petróleo	+	+	La volatilidad geopolítica seguirá generando ruido, pero los fundamentos cíclicos dominan las perspectivas de mediano plazo. Los precios podrían estabilizarse en niveles más altos que los actuales, con potencial de rebote ante correcciones, sustentados por una mejora en la demanda y sin señales de shock relevantes por el lado de la oferta.
Metales básicos	+	+	Las medidas que continúa tomando China son positivas, al igual que la desglobalización y la fragmentación de las cadenas de suministro. El dólar representa un lastre de corto plazo en caso que se fortalezca, aunque de mediano plazo es positivo.
Oro	+	+	Mantenemos una visión positiva de largo plazo sobre el oro como reserva de liquidez ante la emisión de monedas fiduciarias y la desglobalización. De corto plazo, tras la suba parabólica de abril, presenta todos los condimentos para que soñemos una consolidación por unos meses, en especial si el dólar se fortalece de corto plazo.
Divisas	- 0 +	- 0 +	
Dólar (DXY)	-	-	Tras las caídas recientes, esperamos se establezca de corto plazo, en especial a medida que EE.UU. comience a emitir deuda neta y recomponga la TGA.
Yen	+	+	Parece haber comenzado en junio un proceso de debilitamiento del yen tras las menores tensiones comerciales.
Monedas emergentes	+	+	Tras la fortaleza de la primera parte del año, esperamos una pausa, en línea con el repunte del dólar.

■ Fuerte overweight
■ Underweight
■ Neutral
■ Overweight
■ Fuerte overweight

*En relación al MSCI World

Rendimientos de Activos Financieros al 3 de julio, 2025

	Ultimo	1W	1M	3M	12M	YTD
Renta Fija						
Global Aggregate Bond Index	4,50	0,1%	1,9%	2,9%	5,3%	5,2%
US Aggregate Bond Index	98,51	-0,6%	1,1%	-0,9%	1,5%	1,7%
US Treasury 3M	4,24	-7,9	-9,4	-5,7	-115,0	-8,3
US Treasury 1Yr	3,90	-6,7	-22,2	-1,4	-115,2	-25,5
US Treasury 2Yr	3,92	19,7	-3,6	23,3	-79,1	-32,5
US Treasury 10Yr	4,39	14,5	-6,8	35,7	2,8	-18,4
US Treasury 30Yr	4,91	11,0	-7,1	43,9	38,3	12,9
Alemania 10Yr	2,63	5,8	10,2	-2,4	4,3	26,1
China 10Yr	1,65	0,1	-5,6	-7,0	-59,3	-2,1
Japon 10 Yr	1,44	2,8	-4,0	8,6	34,9	35,8
Sob Bz 10Yr - USD	5,18	-3,9	-19,7	-26,6	#VALOR!	#VALOR!
IG - 5 YEAR SPREAD	50,4	-2,9	-5,6	-9,9	-0,7	0,5
HY - 10 YEAR SPREAD	273,0	-13,0	-32,0	-82,0	-81,0	-19,0
EMBI Global Spread	288,1	-8,6	-15,9	-26,9	-62,5	-8,5

Acciones						
MSCI World	4036,3	1,3%	3,6%	14,3%	13,3%	8,9%
VIX	16,4	-1,1%	-7,3%	-45,4%	35,6%	-5,5%
S&P500	6263,8	2,0%	4,9%	16,1%	13,1%	6,5%
Nasdaq	20575,4	2,0%	6,1%	24,3%	13,1%	6,5%
Russell 2000	2240,6	3,2%	6,5%	17,3%	10,0%	0,5%
Russell Value	1942,9	2,3%	4,1%	8,8%	13,4%	6,5%
Russell Growth	4292,8	1,7%	5,4%	23,1%	14,0%	6,2%
MSCI Europa Desarrollados	59,6	1,9%	0,8%	12,9%	19,4%	26,4%
Eurostoxx	59,8	2,3%	0,9%	11,3%	17,2%	23,8%
Dax	23899,0	1,1%	-0,8%	10,0%	30,1%	20,0%
FTSE	8822,9	1,0%	0,4%	4,1%	8,0%	8,0%
MSCI Japón	74,6	0,9%	0,7%	14,1%	7,4%	11,2%
Nikkei	39785,9	0,5%	5,4%	17,8%	-2,8%	-0,3%
MSCI Mercados Emergentes	1230,2	0,3%	6,2%	11,6%	12,6%	14,4%
MSCI China	75,8	-0,8%	2,5%	3,0%	29,0%	17,1%
Shangai (in CNY)	3461,2	0,4%	2,5%	3,6%	17,0%	3,3%
MSCI India	55,8	0,1%	3,3%	9,0%	-1,1%	5,9%
MSCI Brasil	1479,1	2,3%	6,1%	9,3%	4,3%	25,7%
Ibovespa (in BRL)	140981,9	2,8%	2,5%	7,5%	12,2%	17,2%
MSCI Mexico	6516,9	2,3%	4,1%	14,3%	9,1%	31,2%
MSCI Argentina	84,9	-0,8%	-6,0%	6,5%	52,0%	2,6%

	Last	1W	1M	3M	12M	YTD
Monedas						
DXY - Dollar Index	97,0	-0,2%	-2,3%	-5,0%	-8,0%	-10,6%
Euro	1,18	0,6%	3,5%	6,5%	9,2%	13,7%
Pound Sterling	1,37	-0,5%	1,0%	4,3%	7,2%	9,1%
Yen	144,8	-0,3%	0,8%	0,8%	10,4%	7,9%
Renminbi	7,17	0,0%	1,6%	1,6%	1,4%	1,8%
Real	5,41	1,4%	3,9%	3,9%	2,5%	12,3%
Peso Mexicano	18,7	1,1%	6,3%	6,3%	-2,8%	10,3%
Sol	3,55	0,2%	3,3%	3,3%	6,7%	5,6%
CL Peso	927,1	0,5%	2,4%	2,4%	1,5%	7,0%
CO Peso	3982,2	1,5%	4,2%	4,2%	2,9%	9,6%
Bitcoin	110331,0	2,9%	4,3%	34,0%	85,3%	17,7%
Ethereum	2626,5	8,1%	0,4%	46,1%	-19,3%	-21,5%

Commodities						
S&P Commodity index	3805,6	1,9%	3,9%	2,5%	0,5%	4,1%
Petroleo (Brent)	68,9	1,7%	5,0%	-1,8%	-21,1%	-7,7%
Petroleo (WTI)	67,2	3,0%	6,0%	0,4%	-19,9%	-6,3%
Soja, cUS/bushel	1057,3	3,4%	1,6%	4,5%	-10,1%	5,9%
Trigo, cUS/bushel	558,0	7,1%	4,1%	4,1%	0,6%	1,2%
Maiz, cUS/bushel	434,0	6,0%	-1,0%	-5,1%	7,6%	-5,3%
Oro, \$/oz	3331,4	0,1%	-0,7%	6,9%	41,4%	26,9%
Plata, \$/oz	36,8	0,3%	6,5%	15,4%	20,5%	27,2%
Iron Ore CNY/ton	722,5	0,3%	-3,0%	-10,2%	-16,1%	-7,3%
LME Lithium Hydroxide CIF	8200,0	-0,6%	-1,2%	-12,3%	-33,1%	-13,4%
Aluminium, \$/tonne	2620,0	2,2%	6,2%	5,2%	3,9%	2,7%
Lead, \$/tonne	2059,5	1,4%	4,0%	4,6%	-6,5%	5,5%
Nickel, \$/tonne	15302,0	1,5%	-1,5%	-4,1%	-10,0%	-0,2%
Tin, \$/tonne	33714,0	1,6%	9,8%	-11,1%	2,4%	15,9%
Zinc, \$/tonne	2757,5	2,0%	2,2%	-0,8%	-5,6%	-7,4%
Cobre, \$/tonelada	10070,1	3,0%	4,1%	4,1%	5,4%	16,1%

Fuente: Bloomberg

Este reporte tiene una intención puramente informativa. De las opiniones dadas sobre predicciones de mercado de cualquier tipo no deben asumirse como una invitación ni sugerencia de comprar o vender activo alguno. La información en este reporte ha sido compilada de fuentes consideradas confiables y si bien se han tomado recaudos razonables no podemos garantizar plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el reporte constituyen nuestro juicio al momento de salir este reporte y están sujetas a cambio sin previo aviso