

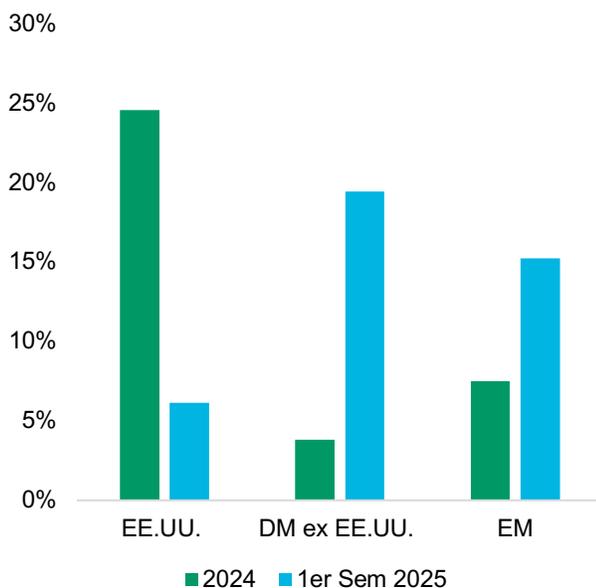
## “CARRY TRADES: GRADUALLY, THEN SUDDENLY...”

En la primera mitad de 2025 se dio un giro respecto de 2024 en relación con la evolución de los mercados, en vista de un mejor desempeño de la renta variable del resto del mundo relativo a EE.UU. En este sentido, la instalación de narrativas en favor del mundo (y en parte en contra de EE.UU.), un contexto económico divergente y condiciones de agentes del mercado en materia de estructura/posicionamiento favorecieron este resultado, materializado en parte en estrategias del tipo “*Carry Trade*” o de tinte especulativo. ¿Hay motivos para suponer persistencia de cara a la segunda mitad de 2025 o hay riesgos en el horizonte?

Por Sebastián Senzacqua, CFA.

El 2025 hasta el momento ha dado cuenta de un desempeño positivo en la renta variable en el acumulado (aunque no exento de episodios de alta volatilidad por tensiones en el ámbito comercial y geopolítico).

Gráfico 1: Rentabilidades en USD mercados accionarios



Fuente: Bloomberg.

Lo anterior, desde el punto de vista absoluto, pero mirando en un enfoque relativo, también se ha dado una desacople respecto de lo sucedido en 2024.

En este sentido, el resto del mundo en renta variable ha registrado un desempeño superior al de EE.UU., situación que puede estar respondiendo en parte a estrategias del tipo “*Carry Trade*” o especulativo. Revisemos qué elementos pueden servir para plantear esto último.

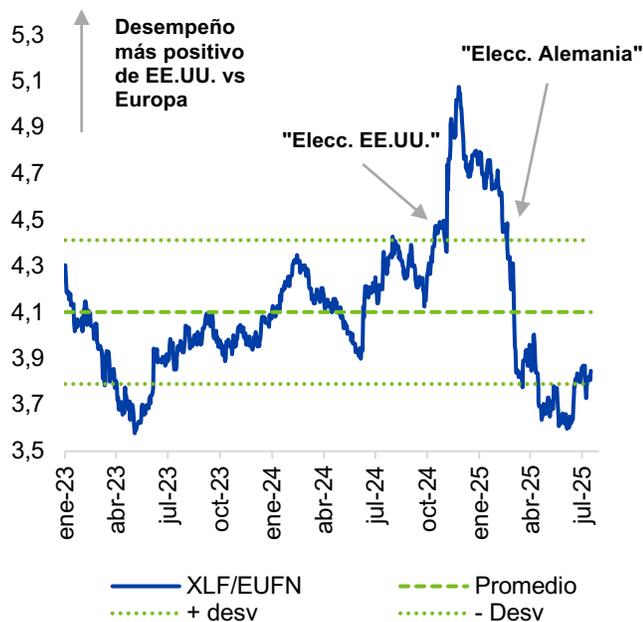
### El Rol de las narrativas en este entorno

Febrero de 2025, Elecciones Parlamentarias en Alemania. El mercado estaba expectante en relación a un potencial retorno del bloque CDU/CSU a la conformación de un gobierno de coalición junto al partido SPD, que permita destrabar reformas en favor de un mayor gasto fiscal.

Se logra lo anterior y Alemania modifica la constitución de posguerra en favor de un mayor gasto en defensa y la implementación de un fondo de inversión en infraestructura para los próximos 10 años. Los “*Animal Spirits*” hacia Europa despiertan. Al mismo tiempo, el Banco Central Europeo continúa efectuando recortes en su tasa de política monetaria, en vista de una inflación que muestra una convergencia hacia los objetivos de la autoridad de una tasa anual de 2,0%.

Con todo, el *mix* de noticias permitió instalar una narrativa en favor del ciclo económico de Europa por el lado de un mayor dinamismo de la demanda interna, compensando incluso los riesgos de un menor dinamismo del comercio global por las tensiones entre el bloque y EE.UU. Dicha narrativa, se ha expresado de forma notable en el performance relativo del sector financiero europeo vs el de EE.UU. (Gráfico 2).

Gráfico 2: Desempeño relativo del sector financiero de EE.UU. vs Europa (en USD)



Fuente: Bloomberg.

¿Y hay otras narrativas que influyeron en el mercado?

Ciertamente. En el caso del sector tecnológico, China tuvo su “*Momento Sputnik*” (parafraseando la carrera espacial con el desarrollo de la Inteligencia Artificial) al lanzar el aplicativo “*Deepseek*”, cuestionando así la hegemonía de EE.UU. en esta materia. Lo anterior, generó una rotación desde empresas tecnológicas de EE.UU. en favor de sus pares chinas, lo que presionó en su momento el performance del S&P 500, dado que un 30% del índice se concentra en dicho sector.

Así, una historia interesante o atractiva y un gatillo de eventos puntuales fue necesario para generar estos fenómenos en el mercado. Pero ¿es suficiente?

### Los “tropiezos” de EE.UU. en la primera mitad del año.

No se puede atribuir todo a la narrativa, también es necesario contrastar lo anterior con la evolución de la actividad económica/entorno político, y en este punto

EE.UU. dio pasos en falso. En particular, identificamos los siguientes:

- (i) Mayor incertidumbre sobre la evolución del gasto privado producto de las tensiones comerciales. La preocupación por la aplicación de aranceles derivó en un fuerte aumento de importaciones, afectando negativamente el crecimiento del PIB del 1T25.
- (ii) Ajuste Fiscal con consecuencias negativas sobre el mercado laboral y consumo. La instauración del “Departamento de Eficiencia Gubernamental” derivó momentáneamente en una mayor atención respecto del consumo privado si se recortaban transferencias o por un aumento del desempleo en el sector público.
- (iii) Tensión entre Trump y la Fed. Claramente la mayor presión por parte del gobierno sobre la Fed en el ámbito de política monetaria derivó en un deterioro en la percepción de fortaleza de las instituciones, presionando así al dólar frente a otras monedas.

De esta forma, junto a un desempeño de la economía global más favorable (crecimiento del PIB de China sobre el 5,0% anual en la primera mitad mientras que el PIB de EE.UU. se contrajo en el primer trimestre respecto del cierre de 2024), el resto del mundo presentó un exceso de retorno frente al S&P 500.

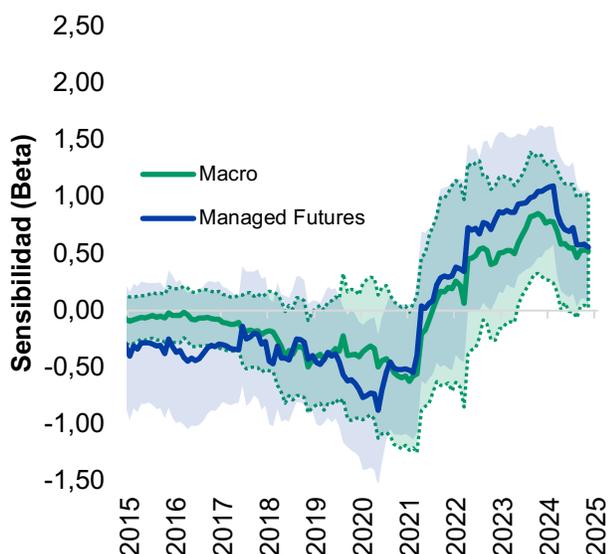
### ¿Y el posicionamiento de inversionistas?

Ya mencionamos elementos necesarios y en cierta medida suficientes para justificar la irrupción de estrategias especulativas. Sin embargo, también puede contribuir en la intensidad del movimiento o rotación, el posicionamiento o sensibilidad que pueden mostrar los agentes del mercado.

En este sentido, es interesante analizar el grado de sensibilidad que tienen los fondos de Cobertura (*Hedge Funds*) al *Carry Trade*, el cual se ha mantenido positivo

en los últimos trimestres, por ejemplo, en el caso de estrategias con foco Macro o con utilización de Derivados. El gráfico 3 lo que nos muestra es una estimación Rolling mensual del retorno de estas estrategias en función del desempeño del índice de Fx Carry S&P y controlando por beta del mercado.

Gráfico 3: Sensibilidad (Betas) de Hedge Funds al Carry Trade (Por Estrategia, Áreas sombreadas son intervalos de confianza al 95%)



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Societe Generale.

Con todo, se observa que también el posicionamiento o implementación de estrategias de agentes del mercado contribuye en este sentido en darle mayor impulso a ciertos movimientos del mercado accionario.

### En conclusión

En el primer semestre de 2025 se dio una trifecta de elementos que contribuyeron a un performance relativo superior del resto del mundo vs EE.UU. en renta variable. (i) Narrativas; (ii) Contexto económico y Político y (iii) grado de sensibilidad de inversionistas a *trades* especulativos.

¿Se mantendrá esto de cara al segundo semestre?

Posiblemente más que apuntar a la “*futurología*” con lo anterior, es más bien plantearse qué tiene que suceder para seguir sosteniendo el encuadre. En este sentido, junto con monitorear el posicionamiento del mercado, se pueden destrabar oportunidades que permitan capturar excesos de retorno que contribuyan sobre los portafolios. O mejor aún, identificar de forma temprana los riesgos que puedan afectar negativamente el performance, mejorando así la gestión de cara a los clientes en el ámbito de asesoría patrimonial, porque así de rápido como se manifiestan estas oportunidades con tinte especulativo, éstas se desvanecen.