

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Abr	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	1.5%	1.2%	3.2%	8.6%	5.0%	6.2%	4.0%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.1%	3.1%	9.0%	5.2%	5.1%	3.4%	3.9%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	12	9	10	-44	-15	113	58	123	
Acciones	1.7%	-0.7%	2.2%	9.3%	6.8%	9.7%	4.9%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.7%	-0.5%	2.4%	9.7%	7.2%	9.5%	4.9%	3.5%	15.1%
Renta Fija	1.0%	2.8%	3.7%	8.2%	3.1%	1.1%	1.9%	4.2%	6.5%
Benchmark	1.0%	2.8%	3.7%	8.3%	3.0%	0.6%	1.6%	3.6%	6.5%
Caja	0.4%	1.0%	1.4%	4.9%	4.4%	2.7%	1.9%	1.7%	0.7%
Oro	6.0%	17.4%	26.6%	43.1%	20.0%	14.2%	10.8%	11.1%	15.0%

Resultados al 30 de abril de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Wind of Change¹

Durante abril la volatilidad continuó como protagonista del mercado, con caídas transversales de las acciones a inicios del mes y tras las represalias de China al *Liberation Day*. A modo de recordatorio, posterior a la respuesta del gigante asiático, el mandatario estadounidense respondió con una pausa arancelaria a los países que no habían tomado represalias, manteniendo el 10%. Esto, en conjunto con otras señales más tranquilizadoras de parte del gobierno de EE.UU. permitió cambiar el rumbo del mercado accionario, y el índice MSCI ACWI logró anotar un desempeño positivo de 0.8% (en USD) en abril.

La recuperación se observó prácticamente en todos los mercados accionarios globales, pero fue más acentuada en las acciones tecnológicas, de manera que el Nasdaq logró revertir el desempeño negativo con el que comenzó el mes y cerró abril con un alza 1.5%, mientras que el S&P 500 bajó 0.8%. En lo que va de mayo esta especie de *momentum* continúa y los mercados accionarios siguen al alza, sin embargo, aún es muy preliminar para afirmar que las acciones están entrando en una tendencia positiva sostenida.

Sí hay una tendencia que es más evidente en el mercado, y es la de diversificación. Aun cuando puede considerarse una profecía autocumplida, EE.UU. constituía menos del 60% de la capitalización de mercado global entre 2012 y 2022, y en los últimos tres años sumó más de USD 20 *trillion* de capitalización de mercado, llevándolo a representar ~66%. Por esto, es razonable pensar que la sobre exposición a dólar y activos estadounidenses continúen con este desarme, y los mercados accionarios vuelvan a la configuración que tenían previo a este “*excepcionalismo*” de EE.UU., gatillado por una política fiscal procíclica, la inteligencia artificial y la entrada de flujos a grandes compañías.

¹ “Viento de cambio”, canción de Scorpions

Índice

Wind of Change..... 1

Asignación de Activos |
Mayo 2025 4

Resultados TAACo Global
Abril 2025.....23
Desempeño Histórico24

Acciones globales logran anotar desempeño positivo en abril

Señales incipientes del retorno del *momentum* al mercado accionario

Diversificación aparece como nueva tendencia global

La salida de flujos de activos estadounidenses ha sido la tendencia tanto de inversionistas del mismo país como extranjeros, como una forma de diversificar riesgo, más allá de lo que podría considerarse como un *home bias* (sesgo por activos de locales). En concreto, esta diversificación ha gatillado que las distintas clases de activo vayan en muchas direcciones, a veces contrarias a sus correlaciones históricas, provocando un rebalanceo de los precios relativos en el mundo. Este *tariff conundrum* (dilema arancelario) ha llevado al dólar a debilitarse, junto con el petróleo -exacerbado por la decisión de la OPEP-, mientras que el oro siguió al alza en abril; y la gran pregunta es si las direcciones de estos movimientos continuarán hacia adelante.

Salidas de flujos de activos de EE.UU. y rebalanceo de precios relativos globales

Con todo lo anterior, el gobierno estadounidense ha sido en gran parte responsable de los vaivenes del mercado accionario, y las autoridades comenzaron a dar señales de que se estaría pasando a una “fase dos” del segundo mandato de Donald Trump, la que podría venir acompañada de mejores noticias para el mercado, como menores aranceles y recortes de impuestos. Pareciera que esta pausa en los aranceles vino cuando el ejecutivo entendió el impacto que el *Liberation Day*, junto con las represalias, habían tenido en el mercado. Así, hay señales preliminares de que el gobierno estadounidense estaría priorizando qué problemas resolver, no dando todas las batallas a la vez y enviando mensajes más tranquilizadores al mercado. Esto se ha observado en los anuncios de avances en negociaciones comerciales, así como el acuerdo con el Reino Unido y la baja de aranceles a China por 90 días (de 145% a 30%). Sin embargo, la visibilidad continúa baja, y no descartamos que lo impredecible del discurso de Donald Trump pueda volver.

Gobierno de EE.UU. da señales de mayor benevolencia con el mercado

Con respecto a lo económico, el PIB del primer trimestre de EE.UU. anotó una contracción de 0.3% trimestral anualizado, el primer registro negativo desde 2022. Sin embargo, el adelanto de importaciones en este contexto de incertidumbre comercial fue el gran responsable de esta contracción y no necesariamente los siguientes trimestres continuarán con esta tendencia. Los datos de confianza siguen en terreno pesimista, anticipando una desaceleración económica, pero los reportes corporativos del primer trimestre muestran crecimiento en ventas y utilidades, y sorpresas positivas. Sin embargo, las perspectivas son a la baja, y las proyecciones de crecimiento de utilidades para EE.UU. se han corregido desde ~15% hasta ~10% para este año. Asimismo, la actualización de las perspectivas económicas globales del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril también revisaron a la baja las proyecciones de crecimiento para EE.UU., previendo una expansión de 1.8% para este año, siendo una de las correcciones más agresivas.

Poca visibilidad de datos económicos, pero perspectivas de desaceleración económica

Si bien las perspectivas económicas son menos positivas, la visibilidad continúa escasa, lo que conversa con la última reunión y comunicado del Banco de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), en el que se afirma que ahora los riesgos para la inflación y la tasa de desempleo están sesgados al alza. De esta manera, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió mantener el rango de tasas de referencia entre 4.25% y 4.50%, en línea con

Fed prevé riesgos al alza para la inflación y el desempleo

lo esperado por el mercado, con un tono algo más *hawkish*, y declaraciones del presidente del Fed afirmando que no hay necesidad de apurarse en el proceso de bajas de tasas y que la creación de empleo que se mantiene en “buena forma”.

Durante abril, la volatilidad de las tasas de interés de los bonos del Tesoro norteamericano se mantuvo elevada, y el MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se ubicó sostenidamente sobre los 100 puntos. En abril, la tasa de interés del bono del Tesoro a 10 años bajó transitoriamente a menos de 4.00%, luego subió ~50 pbs., y cerró el mes con una baja punta a punta hasta 4.16%.

Volatilidad de las tasas de interés sigue elevada

Hacia adelante, las perspectivas para los bonos son inciertas. El Secretario del Tesoro, Scott Bessent, señaló el 4 de julio como fecha objetivo para llevar a cabo la agenda tributaria del gobierno, que a grandes rasgos contempla la continuación de los menores impuestos corporativos, y eventualmente una rebaja más allá de los niveles actuales. A su vez, Bessent advirtió que el país se aproxima al límite de endeudamiento federal (*debt ceiling*), momento en que el Tesoro dejaría de contar con liquidez suficiente para cumplir puntualmente con todas sus obligaciones. Ambos acontecimientos presionarían las tasas de interés al alza y mantendrían la volatilidad elevada.

Recortes de impuesto y *debt ceiling* podrían presionar tasas al alza

A pesar de estos movimientos, se acentuó la debilidad del dólar y el índice DXY, que mide el valor del dólar estadounidense con una canasta de monedas de países desarrollados, perdió un 4.6% de su valor en abril. Esta debilidad del dólar gatilló bruscos movimientos de divisas por el *carry trade* global, y monedas de países con tasas de interés bajo las de EE.UU., comenzaron a atraer flujos y apreciarse significativamente en mayo, como es el caso del dólar taiwanés.

En abril se exacerbó debilidad del dólar

A pesar de que en escenarios de alta volatilidad la historia muestra que es más rentable mantenerse completamente invertido en el mediano plazo (1 o 3 años, por ejemplo), en el corto plazo la caja sigue ofreciendo un *yield* atractivo y superior al 4%, lo que la transforma en un activo atractivo dada la poca visibilidad del mercado. En este contexto, en mayo se decide mantener la subponderación en acciones y renta fija, conservando una posición en caja. En la cartera accionaria, se mantiene la preferencia por acciones emergentes sobre desarrolladas, neutralizando las subponderaciones en Europa y Reino Unido, financiadas con un *underweight* en acciones estadounidenses del estilo *Value* y *Small Caps*.

Se mantiene bajo el riesgo del portafolio, con preferencia por acciones emergentes

El mes de mayo se realizó la actualización de nuestra asignación estratégica de activos (benchmark con el que se compara el portafolio).

Asignación de Activos | Mayo 2025

TAACo Global	Bench.	Abr	May	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		
Total Cartera						
Europe ex UK	13.7%	13.0%	13.7%	N	+	EE.UU.: Neutral Large Cap Growth, UW Value y Small Cap
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.0%	1.2%	N		
UK	2.9%	2.0%	2.9%	N	+	Neutral Europa y Reino Unido desde UW
US Large Cap Growth	17.3%	17.0%	17.3%	N		
US Large Cap Value	14.7%	15.0%	13.7%	UW	-1.0%	
US Small Caps	3.5%	4.0%	2.5%	UW	-1.0%	Neutral Japón
Japan	4.7%	5.0%	4.7%	N		
Mercados desarrollados	58.0%	57.0%	56.0%	UW	-2.0%	
LatAm	4.4%	6.0%	4.9%	OW	0.5%	- OW LatAm ya
LatAm Small Cap	0.8%	1.0%	1.3%	OW	0.5%	+
China	12.3%	11.0%	13.3%	OW	1.0%	OW China
EM Asia ex China	19.6%	20.0%	19.6%	N		
EM Asia Small Cap	4.9%	5.0%	4.9%	N		Neutral Asia EM ex. China
Mercados emergentes	42.0%	43.0%	44.0%	OW	2.0%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	8.3%	7.0%	9.3%	OW	1.0%	-
Treasuries 10Y	11.1%	11.4%	10.6%	UW	-0.5%	+
Treasuries 30Y	6.1%	6.7%	5.6%	UW	-0.5%	
US Tips	2.6%	2.8%	2.6%	N		US treasuries: OW 2 años y UW 10 y 30 años
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	26.5%	N		
Global Corporate HY	4.0%	4.3%	4.0%	N		Neutral TIPS, Global Corporate IG y HY
Deuda desarrollados	58.6%	59.7%	58.6%	N		+
EMBI	9.5%	10.4%	9.5%	N		+
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	2.8%	N		Neutral RF emergente: se neutraliza EMBI y CEMBI HY, se mantiene el resto
EM Corporate HY	3.8%	5.6%	3.8%	N		-
EM Local Markets	25.3%	21.0%	25.3%	N		
Deuda emergente	41.4%	40.3%	41.4%	N		-
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se neutraliza el *underweight* en *Large Cap* y se mantiene neutral en *Small Cap*

En abril, las acciones europeas mostraron un positivo desempeño, recuperando las pérdidas de marzo beneficiándose de una creciente búsqueda de diversificación por parte de los inversionistas ante las dudas del liderazgo de EE.UU. y el aumento de tensiones comerciales. El Stoxx 50 subió USD 3.3%, superando ampliamente la caída de 0.8% del S&P 500, en una señal del cambio en la estructura global de flujos. Alemania destacó con un alza mensual de 6.3%, impulsada por

el optimismo en torno a su agenda fiscal expansiva. En lo que va de mayo, Europa mantiene el impulso y acumula un alza en torno al 2% en dólares, en un contexto donde los riesgos globales siguen elevados, pero moderándose y los estímulos internos sostienen el apetito por activos de la región. No obstante, el FMI revisó a la baja las proyecciones de crecimiento para la Eurozona, recortando sus estimaciones a 0.8% en 2025 (desde 1.0%) y a 1.2% en 2026 (desde 1.4%), anticipando el posible impacto negativo de la guerra comercial y la desaceleración del comercio internacional, aunque estos riesgos podrían verse parcialmente compensados por el mayor gasto público y el avance de los planes de defensa en varios países del bloque.

En lo económico, la inflación en abril se mantuvo en 2.2% interanual, levemente por encima de lo esperado, mientras que la inflación subyacente se aceleró desde 2.4% a 2.7%, revirtiendo parte del avance desinflacionario observado en meses anteriores. Hacia adelante, persiste la incertidumbre respecto al impacto que puedan tener los nuevos aranceles estadounidenses sobre los precios, aunque una desaceleración del comercio internacional —especialmente con China— podría generar presiones desinflacionarias si se prolongan las tensiones comerciales. Por otro lado, los indicadores de actividad comienzan a mostrar cierta mejora: el índice de sorpresas económicas de la Eurozona regresó a terreno positivo en la semana terminada el 9 de mayo, mientras que el PMI de manufactura repuntó ligeramente de 48.7 a 49 pts. en abril y el PMI de servicios retrocedió marginalmente de 50.4 a 50.1 pts.

En el ámbito político, el foco estuvo en Alemania, donde Friedrich Merz fue finalmente ratificado como canciller tras un segundo intento ante el Parlamento, evidenciando las tensiones internas y la fragilidad de su coalición con el SPD. A pesar de ello, el nuevo gobierno avanza con una agenda centrada en inversión pública, defensa y reforma fiscal, consolidando un giro en la política económica del país. En Francia, la condena a Marine Le Pen y su inhabilitación ha dejado un vacío de liderazgo en el *Rassemblement National*, generando divisiones internas y debilitando a la derecha radical. Esto ha sido aprovechado por Emmanuel Macron, quien busca reposicionarse de cara a las presidenciales de 2027, aunque su gobierno sigue enfrentando resistencia social. A nivel regional, la Eurozona mantiene su compromiso con el aumento del gasto en defensa como parte de una estrategia para reducir su dependencia militar de EE.UU. y asumir un rol más activo en la seguridad continental. Por su parte, las tensiones comerciales con EE.UU. se mantienen sin resolución: pese a nuevos contactos diplomáticos a comienzos de mayo, no hubo avances significativos en las negociaciones, y la Comisión Europea sigue evaluando contramedidas, incluyendo aranceles sobre productos tecnológicos y agrícolas, mientras prepara apoyos internos ante un posible agravamiento de la disputa comercial.

Por el lado de la política monetaria, el Banco Central Europeo recortó en 25 pbs. sus tres tipos de interés oficiales en su reunión de abril, situando la tasa de depósito en 2.25%. La decisión se apoyó en la evaluación de que el proceso de desinflación que continúa avanzando según lo previsto y la Zona Euro alcanzaría la meta de inflación durante el próximo año. No obstante, en un contexto de creciente incertidumbre económica, marcado por los efectos de la guerra comercial, la desaceleración del comercio internacional y los posibles impactos fiscales derivados del aumento del gasto en defensa en varios países miembros, el BCE adoptó un tono más cauteloso. La presidenta Christine Lagarde remarcó que las decisiones seguirán siendo data dependientes y se evaluarán reunión a reunión, reconociendo que los riesgos sobre el crecimiento y las posibles presiones inflacionarias asociadas al estímulo fiscal podrían afectar el sendero futuro de la política monetaria. Por su parte el mercado espera que el BCE recorte nuevamente 25 pbs. las tasas en la reunión de junio, junto con otro segundo recorte adicional la segunda mitad del año.

Pasando al mercado, pese al rendimiento de las acciones europeas, estas transan atractivas en la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, según EPFR, se observan entrada de flujos durante las últimas cuatro semanas.

Respecto a la temporada de reportes corporativos, al 13 de mayo, ~74% de las compañías han informado sus resultados del primer trimestre, resaltando una contracción de utilidades, aunque con sorpresas positivas. En cuanto a las perspectivas de utilidades para este año, estas se corrigen a la baja en medio de la incertidumbre global desde 8.5% en marzo hasta 2.9% el más reciente. Esta misma tendencia se observa en los dos principales países, Francia y Alemania.

En el actual contexto global de búsqueda de diversificación, entrada de flujos y *momentum* accionario, pero débiles perspectivas macroeconómicas, **se decide neutralizar las acciones *Large Cap* desde *underweight* y mantener en neutral las acciones *Small Cap* europeas.**

REINO UNIDO: Se neutraliza el UW

En línea con el buen desempeño de los mercados europeos, el Reino Unido cerró abril con una recuperación de las caídas de marzo y el FTSE 100 subió un 2.3% en USD, mostrando un *outperformance* relativo a EE.UU., donde el S&P 500 retrocedió 0.8%. A pesar de la recuperación, el mercado británico transa con valorizaciones en torno a su promedio histórico tanto en términos relativos como absoluto en la razón P/U *fwd.* Por el lado macroeconómico, el crecimiento continúa recuperándose de manera gradual, aunque con menor dinamismo: en abril, el FMI revisó a la baja las proyecciones de PIB del Reino Unido para 2025 desde 1.6% a 1.1%, y para 2026 desde 1.5% a 1.4%, reflejando una recuperación más débil de lo previsto.

Las perspectivas económicas menos dinámicas se reflejan a nivel corporativo. En 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido decrecerían 0.9%, dato que se corrige a la baja desde un crecimiento de 6% en enero y está bajo pares desarrollados.

Por el lado económico, el mercado laboral se mantiene relativamente ajustado, la tasa de desempleo subió levemente a 4.5% en marzo, mientras que los salarios promedio semanales se moderaron a un crecimiento de 5.5% interanual. En cuanto a los precios, la inflación general continuó desacelerándose y marcó 2.6% anual en marzo (2.8% en febrero), mientras que la medida subyacente también cayó a 3.4%. A nivel de actividad, los PMI de abril mostraron señales de enfriamiento: el índice manufacturero cayó a 44 pts. y el de servicios retrocedió a 51.5 pts., aunque este último se mantiene en terreno de expansión. En contraste, el índice de sorpresa económica volvió a terreno positivo tras cuatro semanas consecutivas bajo la neutralidad, reflejando cierta resiliencia y recuperación en los datos económicos.

Por su parte, en su reunión de mayo, el Banco de Inglaterra reanudó el ciclo de recortes de tasas con una reducción de 25 pbs., llevando la tasa de referencia al 4.25%, en línea con los movimientos recientes del BCE. No obstante, la decisión evidenció una fuerte división dentro del comité: dos consejeros votaron por un recorte de 50 pbs., cinco por el recorte de 25 pbs., y dos optaron por mantener la tasa sin cambios. Esta dispersión en las posturas fue interpretada por el mercado como una señal más *hawkish*, lo que refuerza la expectativa de que la entidad monetaria adoptará una estrategia prudente frente a los riesgos de desaceleración global. En este contexto, se anticipa que el Banco de Inglaterra continuará con recortes graduales, proyectándose dos movimientos adicionales en lo que resta del año, con la próxima baja prevista para agosto.

En el plano político, el Reino Unido logró un avance clave en materia internacional tras alcanzar un acuerdo con Estados Unidos para eximir a ciertos productos británicos de los aranceles del 10% recientemente impuestos por la administración Trump. El pacto incluye bienes industriales, farmacéuticos y químicos, además de contemplar excepciones para el acero y el aluminio británicos, así como una cuota máxima anual para exportaciones del sector automotriz. El objetivo es contener una escalada comercial y preservar la relación bilateral en un contexto de crecientes tensiones globales. En cuanto a la política interna, las elecciones locales de mayo reafirmaron el dominio del Partido Laborista en varios concejos municipales, aunque con un desempeño más moderado de lo esperado, lo que refuerza a Keir Starmer pero también pone de relieve los desafíos de movilización electoral de cara a las generales de 2025.

En el contexto de mejores perspectivas en temas comerciales, pero debilidad macro y corporativa, **se decide neutralizar el *underweight* que se traía en acciones británicas.**

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

En abril, tras el anuncio del “*Liberation Day*” y la introducción de aranceles recíprocos más agresivos de lo esperado, los mercados norteamericanos experimentaron una fuerte caída. No obstante, hacia la segunda mitad del mes, a medida que se aliviaron parcialmente las tensiones comerciales, los mercados comenzaron a recuperarse. El Nasdaq cerró abril con un alza de USD 1.5%, impulsado en parte por buenos resultados corporativos, mientras que el S&P 500 logró moderar sus pérdidas y finalizó el mes con una caída de apenas 0.8%. En mayo, la recuperación continúa con fuerza y tanto el S&P 500 como el Nasdaq acumulan alzas de 1.6% y 2.5%, respectivamente, apoyados en el anuncio de los primeros acuerdos comerciales de EE.UU. con Reino Unido y China. Sin embargo, el panorama de crecimiento se deteriora: el FMI recortó sus proyecciones para EE.UU. y ahora espera una expansión de 1.8% en 2025 (desde 2.7%) y de 1.7% en 2026 (desde 2.1%), mientras que varios analistas del mercado han revisado aún más a la baja sus estimaciones.

Los últimos datos económicos continúan mostrando señales de desaceleración en EE.UU. El PIB del primer trimestre registró una contracción de 0.3% trimestral anualizada, en línea con la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento. Los índices de sorpresa económica permanecen en terreno negativo, y las encuestas de sentimiento reflejan mayor cautela: en abril, la confianza del consumidor volvió a caer, ubicándose en 86 puntos. Por su parte, los indicadores líderes se debilitaron, con una marcada desaceleración en el sector servicios: el PMI de servicios bajó de 54.4 a 50.8 puntos en abril, mientras que el PMI manufacturero se mantuvo estable en 50.2. A pesar de este deterioro en la actividad, el mercado laboral continúa mostrando fortaleza. En abril, la economía sumó 177,000 empleos, superando las expectativas, y la tasa de desempleo se mantuvo estable en 4.2%.

En el plano político, la administración Trump continuó profundizando su agenda proteccionista durante abril, con una escalada en las tensiones comerciales con China. Tras una serie de represalias cruzadas, EE.UU. elevó los aranceles sobre productos chinos hasta un 145%. Sin embargo, en mayo se observó una moderación en el conflicto: EE.UU. y China alcanzaron un acuerdo preliminar que contempla una reducción de los aranceles mutuos, por lo que EE.UU. bajará los suyos al 30% y China recortará los suyos desde 125% a un 10%. Como resultado, la tasa de arancel efectiva de la economía estadounidense, que había alcanzado un máximo de 22.8% según estimaciones de Fitch, se reduce a 13.1%. Al mismo tiempo, la Casa Blanca logró su primer acuerdo comercial con el Reino Unido y mantiene negociaciones

avanzadas con varias economías, en un intento por reconstruir ciertas alianzas comerciales y mitigar parte del impacto económico de la guerra comercial con China.

En cuanto a política fiscal, la administración Trump se prepara para avanzar hacia la segunda etapa de su agenda económica, centrada en una nueva ronda de recortes impositivos. El secretario del tesoro, Scott Bessent, señaló el 4 de julio como la fecha objetivo para implementar esta reforma tributaria, que contempla extender e incluso profundizar la reducción de impuestos corporativos. Al mismo tiempo, Bessent advirtió que el país se aproxima al límite de endeudamiento federal, lo que podría restringir la liquidez del Tesoro y dificultar el cumplimiento de sus obligaciones, podría contribuir a mantener un entorno financiero más volátil en los próximos meses.

En su reunión de mayo, el Banco de la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de referencia en 4.50%, en línea con las expectativas del mercado. A pesar del debilitamiento observado en algunas variables macroeconómicas, el comunicado del FOMC adoptó un tono ligeramente más restrictivo, señalando que los riesgos para la inflación y el desempleo permanecen sesgados al alza. El presidente del Fed reafirmó que no hay urgencia en iniciar un ciclo de recortes, destacando la solidez del mercado laboral. De este modo, la autoridad monetaria evitó ceder ante las crecientes presiones políticas del presidente Trump, quien ha solicitado públicamente una baja de tasas más agresiva en el corto plazo.

La inflación en abril volvió a sorprender a la baja y se desaceleró desde 2.4% a 2.3% anual, mientras que la inflación subyacente, por su parte, se mantuvo estable en 2.8%. Si bien las cifras refuerzan la moderación de las presiones inflacionarias observada en marzo, la trayectoria a corto plazo sigue siendo incierta, en particular por el riesgo de que las políticas arancelarias vuelvan a generar efectos de segunda vuelta sobre los precios. En este contexto, el mercado ha comenzado a moderar sus expectativas: tras proyectar cuatro recortes de 25 pbs. a inicios de abril, ahora descuenta solo dos recortes, en la medida en que disminuyen las tensiones comerciales y el Banco de la Reserva Federal mantiene el mensaje de pausa.

En cuanto al mercado, continúa la disminución del apetito de los inversionistas por acciones estadounidenses. Según EPFR, se observan salidas consecutivas de flujos durante las últimas cuatro semanas. Un evidente giro en comparación con las continuas entradas de flujos a inicio de año. Por su parte, luego del reciente repunte de las acciones, el índice S&P500 transa con valorizaciones ajustadas, sobre su promedio histórico de 10 años en la razón P/U *fwd.*, al igual que las valorizaciones de tipo *value* y *growth*. Por el lado de las acciones *small cap*, luego de la caída USD 2.3% en abril las valorizaciones se han aliviado y transan bajo su histórico de 10 años.

Por el lado corporativo, al 13 de mayo antes del cierre del mercado, ~91% de las compañías del S&P500 ha informado sus resultados del primer trimestre. Destacando un crecimiento de utilidades de 12% y con sorpresas positivas. Respecto a los sectores, destaca positivamente las utilidades de salud y servicios de comunicación. Por el contrario, los sectores de energía y materiales lideran la contracción de utilidades. Según Factset, las utilidades crecerían 10% este año, una corrección a la baja del crecimiento desde un 13% en marzo.

En línea con la tendencia de diversificación global, y a medida que los inversionistas internacionales rebalancian su sobreexposición al dólar y a los activos estadounidenses, se observa una rotación en los portafolios. Es así que, debido al aumento de los ruidos políticos de corto plazo, salidas de flujos y

valorizaciones ajustadas, se decide llevar a *underweight* acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*. Por su parte, dado el actual *momentum* en acciones *Large Cap Growth*, se decide mantener un posicionamiento neutral.

JAPÓN: Se decide mantener neutral la exposición a acciones japonesas

Luego del “*Libetation Day*”, Japón se benefició de una posible prioridad en las negociaciones arancelarias. Sin embargo, hasta la fecha no hay avances concretos y el primer ministro Ishiba ha señalado que no aceptará ningún acuerdo provisional que no aborde los aranceles a las importaciones de automóviles y ha demostrado su oposición a ceder ante las demandas estadounidenses. Aunque se mantiene el optimismo ante una eventual resolución, luego del acuerdo con Reino Unido, donde la tasa arancelaria a automóviles bajó a 10%. Las autoridades esperan alcanzar algún tipo de acuerdo entre fines de junio e inicios de julio.

Por el lado macroeconómico, el mercado anticipa que la economía japonesa se contrajo 0.3% trimestral anualizado en el primer trimestre, mientras que el Banco Central corrigió a la baja las perspectivas de crecimiento económico para este y el próximo año desde 1.0% (ambos) hasta 0.5% en 2025 y 0.7% en 2026, citando riesgos comerciales e incertidumbre política. Por su parte, las encuestas de sentimiento son divergentes; los PMIs de manufacturas y servicios mejoran en abril y se mantienen en terreno expansivo, mientras que la confianza de pequeñas y medianas empresas (SMEs) cae hasta su nivel más bajo desde febrero de 2022.

En cuanto a la inflación, esta se desaceleró hasta 3.6% anual en marzo: el aumento de precio del arroz tras malas cosechas fue compensado por una menor presión de precios por el lado de electricidad y gas debido a los subsidios. Aunque la inflación *headline* se desaceleró, la subyacente se aceleró hasta 3.2% anual el mismo mes, pero el Banco Central corrigió a la baja la estimación de inflación subyacente desde 2.7% a 2.2% para el cierre del año. Por su parte, la autoridad monetaria decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 0.5% durante la reunión de mayo. El mercado no alcanza a internalizar en los precios un alza de tasas en lo que queda del año. Respecto al yen, durante abril se apreció 4.8% respecto al dólar, reafirmando su rol de activo refugio, aunque ya en lo que va del mes la moneda se ha depreciado 3.6% hasta el 12 de mayo.

En el ámbito bursátil, durante abril las acciones japonesas registraron un *outperformance* respecto a pares desarrollados, con un Nikkei que rentó USD 6.3%. De esta forma, las acciones transan menos atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto al mes previo. Por su parte, según EPFR, se observan entrada de flujos durante las últimas cuatro semanas. En cuanto a la temporada de reportes corporativos, al 13 de mayo antes del cierre de mercado, ~72% de las compañías han informado resultados del primer trimestre, resaltando una contracción de utilidades y sorpresas negativas. Para este año, las perspectivas de crecimiento de utilidades se han corregido a la baja desde 10% en marzo a 7.8% el más reciente.

En el contexto de valorizaciones atractivas, entrada de flujos y *momentum* accionario, pero deterioro de datos económicos y salud corporativa, **se decide mantener el posicionamiento neutral en acciones japonesas.**

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

En línea con la diversificación global y fuera de EE.UU., se mantiene la convicción en países emergentes, particularmente en América Latina y China. En este último, el mercado accionario retrocedió en abril tras ser el primer objetivo de las tensiones comerciales de EE.UU., y responder con represalias. Sin embargo, EE.UU. bajó temporalmente los aranceles

a bienes chinos, en tanto el gobierno chino ha entregado estímulos fiscales y monetarios, y el mercado espera que haga un nuevo paquete de estímulos significativo en la segunda mitad del año. En América Latina, disminuye el *OW* en *Large Caps* y se asigna a *Small Caps*, considerando el buen desempeño que han tenido en lo corrido del año. Por países, se mantiene la convicción en Brasil con dos catalizadores claros para el mercado accionario; (i) el comienzo de las bajas de tasas y (ii) un potencial giro político. En *Small Caps*, las valorizaciones descontadas nos llevan a sobreponderar esta clase de acciones.

AMÉRICA LATINA: Disminuye *OW* en *Large Cap* y se lleva a *Small Cap*

América Latina siguió siendo uno de los mejores *performers* a nivel global y rentó 6.9% en USD, en tanto las acciones de menor capitalización bursátil (*LatAm Small Caps*) subieron 9.6% (en USD). Si bien la región todavía goza de valorizaciones atractivas y sufrirá en 2025 una desaceleración económica menos pronunciada que otras zonas (el FMI proyecta un crecimiento de 2.0% para este año), ha mostrado un desempeño superior al resto del mundo a inicios de año, por lo que se decide tomar utilidad y disminuir el *OW* en acciones *Large Cap*, neutralizando la posición en México. Con respecto a las *Small Cap*, a pesar de su buen desempeño en lo corrido del año (23.6% al cierre de abril), todavía muestran un rezago significativo en un plazo más largo y suelen mostrar un *outperformance* cuando comienzan a bajar las tasas de interés en Brasil, lo que podría darles un impulso adicional.

En **Brasil**, se comienza a consolidar un escenario favorable para la renta variable, que se basa en dos catalizadores clave. En primer lugar, las tasas de interés ya parecen estar llegando a un *peak*, y una baja de tasas históricamente se relaciona con un *outperformance* de las acciones brasileñas. Por otro lado, en la medida que se acercan las elecciones generales de 2026, se hace cada vez menos probable que Lula Da Silva o el Partido de los Trabajadores (PT) se mantengan en el poder, y un giro desde la izquierda hacia políticas más promercado también entrega sustento a la renta variable. En este sentido, el Banco Central se encuentra ad portas de finalizar su ciclo de alzas de tasas, y en la última reunión de mayo entregó un sesgo que deja al mercado expectante entre que todavía podría quedar una última alza pendiente de 25 pbs., o ya habría terminado con esta última de 50 pbs., en la que llevó la tasa Selic a 14.75%. En su comunicado, balanceó los riesgos de la inflación señalando 3 al alza y 3 a la baja, en tanto el registro de abril se ubicó en 5.5% anual. Cabe destacar que las proyecciones de inflación ya llevan varias semanas bajando según la encuesta Focus del Banco Central. Los encuestados prevén que ésta se ubique en 5.5% al cierre del año y la tasa Selic en 14.75%, ambas en sus niveles actuales. Por el lado de la actividad, los registros han sido mixtos y la desaceleración no es clara, en tanto se sigue esperando que la economía se expanda 2.0% este año, a pesar de la desaceleración global y el conflicto comercial. A nivel político, el PT se vio envuelto en un escándalo de corrupción asociado a un fraude con dineros de pensiones y el ministro de Seguridad Social renunció. Esto, empeora aún más las perspectivas para que el PT se mantenga al mando en el siguiente periodo, en tanto Lula pierde popularidad y su aprobación se encuentra ~28%. Por el lado del mercado, a pesar del buen desempeño y un alza del Bovespa de 4.4% (en USD) en abril, las valorizaciones continúan atractivas y la razón *P/U fwd.* transa en torno a 1 desviación estándar bajo su promedio de 10 años. Según EPFR, las últimas dos semanas se han observado entradas de flujos a fondos e ETFs, destacando un 2.1% del AUM de entradas la semana terminada el 7 de mayo. Así, dado estos dos catalizadores claros; (i) el comienzo de las bajas de tasas y (ii) el ciclo político, **se decide mantener el *OW* en acciones brasileñas.**

En **México** el Mexbol subió 11.6% (en USD), impulsado por el peso mexicano que se apreció 4.4%, mostrando su mejor mes desde abril de 2021. México está intrínsecamente ligado a la economía estadounidense, y si bien no fue

contemplado en el *Liberation Day* y los aranceles recíprocos, sí enfrenta otro tipo de impuestos a las exportaciones dirigidas a EE.UU. Así, las exportaciones de México enfrentan un 25% de aranceles por fentanilo y seguridad a lo que no cumpla con las condiciones del T-MEC (tratado de libre comercio entre EE.UU., Canadá y México), además de los impuestos a comercio de acero y aluminio y el porcentaje de los automóviles que no sean de origen estadounidense, también enfrentará un 25% de aranceles. En lo más reciente, se anunció que las autopartes quedan exentas de aranceles. Con todo, México estaría enfrentando un arancel promedio de ~12%, que de rebajarse el impuesto por fentanilo y seguridad a 12%, el promedio se ajustaría hasta ~8%. Por el lado económico, la desaceleración es clara, pero con la publicación del PIB del primer trimestre México logró evitar una recesión técnica y este creció 0.2% trimestral desestacionalizado, gracias a la expansión de actividades primarias. En este sentido, las proyecciones apuntan a una economía que se expandirá un magro 0.1% en 2025 (según la encuesta Citi). En este sentido, el Banxico ha demostrado una clara preocupación por la desaceleración económica y en su reunión de abril recortó la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 9.00%. Se espera que en su reunión de mayo realice el mismo movimiento en magnitud y dirección y las expectativas apuntan a que cierre en 7.50% este 2025. Así, presionaría el spread diferencial con el Fed hasta 350 pbs. y pudiendo eventualmente gatillar una depreciación del peso mexicano. Por su parte, el último dato de inflación mostró una aceleración tanto en el registro total como el subyacente, hasta 3.9% anual ambos, ubicándose en la parte alta del rango meta del Banxico. Las perspectivas apuntan a que se mantenga en torno a estos niveles por el resto del año. Tras el buen desempeño de las acciones mexicanas, las valorizaciones se ajustan y comienzan a transar con menos descuento histórico. Por su parte, en el último mes los flujos se revierten y se observan salidas por ~1.7% del AUM del conjunto de ETFs en el último mes. Por el lado de la temporada de reportes corporativos, esta culminó con crecimiento tanto en utilidades y ventas para el Mexbol, además de sorpresas positivas, considerando la baja base de comparación que fue el primer trimestre de 2024. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento de utilidades para este año y el próximo se han revisado a la baja. A nivel político, la aprobación de Claudia Sheinbaum sigue alta y sobre el 80%, en tanto el 50% de los mexicanos califica de “buena” o “muy buena” su relación con Donald Trump. A su vez, se pausó la tramitación de la Ley Telecom en el Senado, que habría violado el T-MEC y hubiese sido un nuevo foco de tensiones con su vecino del norte. Por su parte, se acercan las elecciones judiciales de junio, en las que el Congreso ya ha impugnado candidaturas riesgosas. Tomando en cuenta el mayor ruido local que estas puede traer, durante abril Fitch mantuvo la calificación crediticia de México en BBB- con perspectiva estable, dando una señal de tranquilidad y cierta institucionalidad. De esta manera, tras el *outperformance* que logró la bolsa mexicana en abril, **se decide neutralizar el OW en acciones mexicanas**, considerando valorizaciones que lucen más ajustadas y riesgos locales en el horizonte.

En **Chile**, el IPSA continuó con el buen *momentum* y subió 5.2% (en USD) en abril, con un peso chileno que se apreció marginalmente en el mes (0.2%). El buen desempeño estuvo apoyado por una temporada de reportes corporativos que comenzó positiva, y entradas de flujos a ETFs durante el mes, revirtiendo las salidas de las primeras semanas. En lo que va de la temporada de resultados del primer trimestre de este año, las compañías en Chile han reportado ventas creciendo 0.9% y utilidades 16.6%. Esto se condice con una actividad económica que se mantuvo resiliente y que, a pesar del corte de electricidad masivo de febrero, en el primer trimestre habría anotado un crecimiento de 2.0% interanual, impulsado por el sector comercio. La actividad económica continúa relativamente saludable, a pesar de la incertidumbre global, con proyecciones de crecimiento que continúan en 2.0% para este año. Esta cifra fue confirmada por la última actualización del FMI, que significó una revisión a la baja desde su estimación anterior. La inflación en Chile continúa sobre el rango meta del Banco Central y en abril se ubicó en 4.5% anual, influida por temas puntuales de los últimos meses, incluyendo en enero el más reciente ajuste de las tarifas eléctricas. Se prevé que se desacelere levemente y se ubique en 4.0% al cierre de este año, pero el próximo año debiera converger decididamente; considerando que el

principal socio comercial es China, es probable que Chile importe parte de su deflación. Así, el mercado espera que el Banco Central recorte su tasa en 2 ocasiones más este año, retomando recién en septiembre, una vez que se tenga más claridad del impacto que podrían tener los aranceles en la trayectoria inflacionaria. Con el buen desempeño accionario, las valorizaciones se han ajustado, pero en un plazo más largo la razón P/U *fwd.* sigue transando bajo el promedio de 10 años. Por otro lado, en marzo se vieron entradas de flujos de inversión al conjunto de ETFs, y a pesar de que abril comenzó con salidas, se lograron revertir y el cuarto mes del año cerró con entradas netas. Con respecto a la política, a este gobierno le restan 10 meses al mando, y dado que en lo más reciente se conoció un chat que involucraba al presidente y podría concluir en un episodio de corrupción, la desaprobación sube hasta un 70%. El gobierno elegirá algunos proyectos de ley para impulsar en lo último de su periodo, mientras que los candidatos oficialistas no muestran grandes preferencias en las encuestas. En este contexto, sigue liderando la candidata de centroderecha, en tanto el oficialismo participará en primarias en junio. Si bien la bolsa chilena ha subido de manera importante, históricamente un giro en el poder ejecutivo desde la izquierda hacia la centroderecha suele dar un impulso al mercado accionario. En tal sentido, con compañías que continúan sólidas, un impulso político, proyecciones económicas que muestran que Chile puede mantenerse relativamente al margen de las tensiones comerciales, **se decide mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la Junta Directiva del Banco de la República sorprendió al mercado al recortar la tasa de referencia en 25 pbs. durante su reunión de abril, situándola en 9.25%. La decisión se fundamentó en la desaceleración de la inflación observada en marzo, lo que había dado señales de mayor espacio para retomar el proceso de flexibilización monetaria, tras varias reuniones sin cambios en la tasa. Sin embargo, este escenario se revirtió en abril, cuando la inflación volvió a acelerarse de forma inesperada alcanzando un 5.2% anual y superando las proyecciones del mercado. Esta sorpresa inflacionaria podría complicar los próximos pasos del Banco Central y retrasar nuevos recortes en la tasa de interés, poniendo en duda la continuidad del ciclo de relajación monetaria. Por otro lado, la actividad económica de febrero se expandió 1.8% anual, levemente por debajo de las expectativas, y las proyecciones de crecimiento para cierre de año se ajustaron a la baja hasta 2.5%. Adicionalmente, los problemas fiscales se mantienen como una de las principales preocupaciones del país, tras las advertencias del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Incluso este último bloqueó el acceso de Colombia a su línea de crédito flexible (LCF) hasta al menos el 14 de junio, fecha límite para la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo. Sumado a esto, los ruidos políticos se mantienen persistentes en torno a Gustavo Petro y su gobierno, con una consulta popular que pasa a discusión en el Senado buscando la aprobación previa para su implementación. Además, un nuevo escándalo de corrupción terminó con el ex presidente del senado, Iván Name, y el ex presidente de la Cámara de Representantes, Andrés Calle, detenidos por presuntamente haber recibido sobornos en el caso de la Unidad de Gestión de Riesgo y Desastre, agregando ruido a un entorno político ya inestable. A pesar de esto, el mercado local ha sido uno de los grandes ganadores a nivel global, logrando un *outperformance* cercano a USD 25% en lo corrido del año, y continúa mostrando atractivo en cuanto a sus valorizaciones al transar bajo su promedio histórico de diez años en la razón P/U *fwd.* Sin embargo, durante el último mes se observan salidas de flujos del principal ETF por 4% del AUM. De esta forma, con un escenario político que se mantiene frágil y riesgos fiscales persistentes, pero valorizaciones que mantienen un atractivo relativo y un positivo *momentum* accionario, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el Banco de la Reserva sorprendió en su reunión de mayo al recortar en 25 pbs. su tasa de referencia, llevándola a 4.50%, en lo que fue su segundo recorte del año. Se espera que para este ciclo de flexibilización se realice un recorte adicional en 2025, cerrando el año con una tasa de 4.25%. En línea con esto, si bien en abril la inflación sorprendió al acelerarse hasta 1.7% anual, se mantiene controlada y cerca del centro del rango meta, y se espera que se mantenga

dentro de este durante todo el año. Por otro lado, la economía peruana se mantiene resiliente y la actividad económica de febrero se expandió 2.7% anual, gracias a un saludable clima empresarial con expectativas positivas de inversión privada y una mayor recaudación tributaria. Incluso el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza su proyección de crecimiento para Perú este 2025 en su última actualización del *World Economic Outlook* (WEO), situándola en 2.8%, destacando por sobre el resto de los países de la región que sufrieron una corrección a la baja. Si bien el panorama económico se mantiene resiliente y con señales de solidez, el país atraviesa una compleja crisis política que genera incertidumbre, principalmente a raíz del deterioro en las condiciones de seguridad luego de lo sucedido en la mina de Pataz. Esta situación ha intensificado la tensión institucional, desembocando en la destitución del ministro del Interior apenas dos meses después de su nombramiento. Con ello, se suma ya el octavo titular en ocupar esta cartera durante la actual administración, reflejando la fragilidad política que atraviesa el gobierno. La incertidumbre política podría intensificarse a medida que se acercan las elecciones generales de 2026, en un escenario marcado por la participación de 43 partidos políticos. Aunque se promueve la conformación de alianzas, se espera una cantidad inusualmente alta de candidaturas en comparación con procesos electorales similares en la región, lo que añadiría presión a un sistema institucional que ya muestra signos de fragilidad. Por el lado accionario, las valorizaciones se mantienen descontadas y muestran un atractivo histórico al transar cerca de media desviación estándar por debajo de su promedio de 5 años, mientras que los flujos se mantienen positivos y se observan entradas al conjunto de ETFs en los últimos tres meses de 43% del AUM, en línea con el rendimiento positivo del mercado peruano y la región. De esta forma, con una economía saludable que se mantiene resiliente, pero con una persistente inestabilidad política, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

Argentina finalmente oficializó su acuerdo con el Fondo Monetario Internacional por un monto de USD 20,000 millones, disipando la incertidumbre existente respecto al volumen y las condiciones de éste. El primer desembolso, por USD 12,000 millones, fue destinado a fortalecer las reservas internacionales del Banco Central y a cubrir vencimientos de deuda del Tesoro Nacional. Este no fue el único anuncio relevante durante abril, ya que posteriormente se comunicó el levantamiento de las restricciones de capital para personas naturales y la implementación de un nuevo esquema de flotación cambiaria dentro de bandas, con lo que se da término al régimen de *crawling peg*. De esta forma, el peso argentino flotará libremente dentro de una banda cambiaria con un piso de 1,000 pesos y un techo de 1,400 pesos por dólar, y estos límites se ampliarán a razón del 1% mensual. En caso de que el tipo de cambio se acerque a alguno de los extremos del corredor, el Banco Central podrá intervenir en el mercado para evitar que se supere dicho límite. Este avance representa un paso importante para Milei y su programa de gobierno, especialmente con miras a las elecciones intermedias de octubre. En este contexto, cuatro provincias llevaron a cabo elecciones legislativas regionales, donde el oficialismo obtuvo resultados positivos, lo que podría anticipar un buen desempeño en las elecciones nacionales y ha generado ciertas expectativas en torno a los comicios en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Sin embargo, el índice de confianza en el Gobierno cayó por quinto mes consecutivo, lo que refleja una pérdida gradual de apoyo hacia Milei en medio de meses de incertidumbre tanto local como global. En el ámbito macro, el crecimiento se mantiene resiliente. La actividad económica de febrero registró una expansión del 5.7% interanual, impulsada por una recuperación del consumo que comienza a mostrar señales de mejora luego de la fuerte contracción de la demanda observada en 2024. En cuanto a la inflación, esta seguirá siendo uno de los pilares centrales del gobierno a medida que nos acercamos a octubre. El dato de marzo sorprendió al alza alcanzando un 3.7% mensual y superando nuevamente el nivel de 3%, principalmente debido a factores estacionales. Sin embargo, se espera que el dato de abril también se mantenga por encima del 3%, esta vez con posibles efectos del nuevo régimen cambiario comenzando a reflejarse en los precios. Por el lado de flujos, se observan salidas por tercer mes consecutivo, por 1% del AUM del principal ETF, dejando atrás el gran

momentum de los activos argentinos observado durante el año pasado. Así, a pesar de la oficialización del acuerdo con el FMI y las definiciones respecto a la política cambiaria, el incierto escenario político y económico deriva en un mercado volátil y expuesto a shocks tanto internos como externos. En este contexto, se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas**.

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

Durante abril la escalada en la tensión comercial entre EE.UU. y China presionaron el sentimiento del mercado a nivel global y aunque las acciones chinas finalizaron el mes con un rendimiento negativo (USD -4.6%), las caídas de inicios de mes fueron recuperándose paulatinamente.

El gobierno chino, para contrarrestar los impactos negativos de la política arancelaria anunció la continuidad de estímulos en dos instancias distintas; las conclusiones del Politburó y una conferencia planificada. Ambas enfocadas en reiterar el compromiso del gobierno con una política fiscal proactiva y política monetaria moderadamente laxa (donde se recortaron un conjunto de tasas). Además, las políticas abarcan principalmente medidas promercado y soporte al mercado de valores. En este sentido, el mercado ha destacado la similitud con el anuncio de septiembre del año pasado, mientras que continúa esperando la continuidad de apoyo en el segundo semestre.

En cuanto a los aranceles, sorprendió positivamente el reciente acuerdo y la desescalada en las tensiones comerciales con EE.UU. En concreto se acordó la disminución de aranceles por parte de EE.UU. desde 145% a 30% a la importación de productos chinos, mientras que por parte de China los aranceles caen desde 125% a 10% para los productos importados desde EE.UU. por 90 días, mientras que continuarían las conversaciones para un acuerdo final. La noticia fue positiva para el mercado, no sólo por la magnitud del acuerdo, sino también por la velocidad, lo que deja en evidencia la dependencia entre ambos países. Por otro lado, Trump anunció que Tik Tok podría tener nueva extensión de plazo de ser necesario para llegar un acuerdo. Este nuevo escenario impulsó el sentimiento del mercado hacia las acciones chinas.

En el ámbito económico, el crecimiento sorprendió al expandirse 5.4% anual durante el primer trimestre, destacando una contribución relevante del sector exportador. El conjunto de estímulos económicos y alivio comercial con Estados Unidos han impulsado a agentes del mercado a corregir al alza las perspectivas de crecimiento económico para este año desde 4.1% al 4.8%. Sin embargo, las presiones deflacionarias continúan en abril y la inflación se contrajo 0.1% anual, manteniéndose por tercer mes consecutivo en tasas negativas. En este sentido, el Banco Central envió un mensaje inusual y pidió esfuerzos coordinados dentro del gobierno para elevar los precios al consumidor, señalando la necesidad de una combinación de políticas fiscales, monetarias, de empleo y de seguridad social para promover el repunte de los precios. En cuanto a la política monetaria, el Banco Central bajó la tasa de encaje en 50 pbs. hasta 7.5%, además de recortar un conjunto de tasas de corto y mediano plazo inyectando liquidez.

Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, aunque se observan salidas netas de flujos de inversión en el principal ETF por 4% del AUM durante el último mes. En cuanto a la temporada de reportes corporativos, hasta el 13 de mayo, el 90% de compañías del principal ETF ha informado su resultado del primer trimestre del año destacando el crecimiento de utilidades, aunque con sorpresas marginalmente negativas. Sin embargo, el mercado se mantiene expectante a los reportes de las principales empresas como Tencent, Alibaba y NetEase. En cuanto al crecimiento de utilidades para este año, las proyecciones se corrigen al alza durante el último mes.

Considerando el conjunto de factores; mejora en perspectivas económicas, valorizaciones atractivas, crecimiento de utilidades que se corrigen al alza, continuidad de estímulos económicos y la desescalada de tensión con EE.UU., **se decide mantener el posicionamiento *overweight* de acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral

Las economías de Asia EM ex China entregan señales mixtas: mientras India destaca por su resiliencia macro y *momentum* accionario, Corea y Taiwán enfrentan mayor incertidumbre económica y política, con PMIs en terreno contractivo y menor dinamismo económico. A pesar de valorizaciones atractivas en la región, por su exposición a riesgos geopolíticos y volatilidad global se decide mantener una postura de cautela en el mercado accionario.

Durante abril, el mercado accionario **indio** mantuvo el *momentum* positivo pese a nuevos obstáculos. Las acciones indias subieron USD 4.7%, mientras que la rupia se apreció 1.2% respecto al dólar, en un mes que comenzó con alta volatilidad, presionado por la política arancelaria. Iniciando con lo geopolítico, en las últimas semanas el mercado indio se ha guiado por las siguientes noticias; (i) las autoridades tanto indias como estadounidenses destacan los avances en las negociaciones arancelarias, (ii) el acuerdo comercial con el Reino Unido, que impulsará el comercio bilateral y disminuirá las barreras arancelarias y (iii) el acuerdo con Pakistán de poner fin al conflicto armado en la frontera, destacando además cómo China se abstuvo de tomar partido, lo que iría en línea con la búsqueda de mejores relaciones con India. En el ámbito económico, el FMI recortó las perspectivas de crecimiento económico para este año desde 6.5% a 6.2% aunque destaca la resiliencia de esta economía. En la misma línea, los índices PMIs tanto de manufacturas como servicios continuaron en amplio terreno expansivo durante abril (58.2 y 58.7 pts. respectivamente), sobresaliendo respecto a sus pares regionales, que mostraron caídas generalizadas. En cuanto a la inflación, ésta se mantiene cercana al objetivo del Banco Central (4%) y en abril se desaceleró hasta 3.2% anual. Se espera que esta tendencia a la baja - particularmente en precios de alimentos, como verduras y legumbres- continúe en los próximos dos trimestres. Desde la política monetaria, el Banco Central recortó la tasa por segunda reunión consecutiva en 25 pbs. hasta 6.00% en abril. Además, revisó su proyección inflacionaria a la baja hasta 4.0% desde 4.2% para diciembre de este año, dando paso a continuar con las bajas de tasas. Por el lado del mercado, las acciones indias transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, y se observan entrada de flujos al conjunto de ETFs en el último mes. Finalmente, hasta el 8 de mayo, el 44% de las empresas del principal ETF han informado sus reportes corporativos y destaca un crecimiento de utilidades con sorpresas positivas. Se espera que las utilidades crezcan un 13% durante el año. En el contexto de valorizaciones atractivas, *momentum* accionario y resiliencia macro, pese a nuevos obstáculos geopolíticos, **se decide mantener una exposición *overweight* en acciones indias.**

Las acciones **surcoreanas** durante abril lideraron las rentabilidades en la región asiática, luego que se disipara parte de la incertidumbre interna y externa. Las acciones rentaron USD 5.1%, mientras que el won coreano se apreció 3.5% respecto al dólar. En el plano interno, las elecciones anticipadas programadas para el 3 de junio han contribuido a reducir la incertidumbre observada desde diciembre de 2024. Las encuestas posicionan al opositor Lee Jean-myung como el favorito para ser el próximo presidente, pese a que tiene una investigación en proceso para la que el Tribunal Supremo retrasó su audiencia hasta el 18 de junio y el mercado internaliza una sentencia que no obstruye una eventual presidencia, aunque es incierto. En segundo lugar en las encuestas, figura el expresidente interino Han Duck-soo por parte del oficialismo, evidenciando el giro político. En el ámbito internacional, destacan los avances en las negociaciones arancelarias con EE.UU., pese a que las autoridades han señalado que no se lograrán antes de las elecciones. Además,

se conoció un acuerdo nuclear con República Checa en búsqueda de diversificación de abastecimiento de defensa. Pasando al ámbito macroeconómico, las perspectivas son menos alentadoras; la economía se contrajo 0.1% anual durante el primer trimestre, presionada por la desaceleración de la demanda interna y externa. El PMI de manufacturas, por su parte, profundizó en terreno contractivo en abril (47.5 pts.). Por el lado la inflación, se mantuvo en 2.1% anual en abril y según la proyección del Banco Central finalizará el año en 1.9%. Por el lado de la política monetaria, durante abril se mantuvo la tasa de referencia en 2.75%, pero hacia adelante el mercado internaliza al menos 2 recortes para lo que resta del año. Por el lado de mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas, y se observan salida de flujos. En cuanto a la temporada de reportes corporativos, al 8 de mayo el 58% de las empresas han reportado destacando crecimiento de utilidades junto a sorpresas positivas. En este sentido, cabe destacar dos empresas en específico, SK Hynix con sorpresas positivas, pero Samsung decepcionando, aunque ambas compañías enviaron un mensaje de cautela ante la incertidumbre global y una demanda de semiconductores más volátil en lo que queda del año. En el contexto de datos deteriorados, aún con un escenario de incertidumbre local e internacional, salidas de flujos, pero valorizaciones atractivas y *momentum* accionario **se decide mantener una posición neutral en acciones surcoreanas.**

En abril las acciones **taiwanesas** registraron un movimiento en “v”, cayendo la primera mitad del mes, en línea con la presión arancelaria y la tensión en el estrecho con China, mientras que en la segunda mitad logró revertir las caídas y registrar una rentabilidad USD 1.7% en el mes, con un dólar taiwanés que se fortaleció 3.8% respecto al dólar estadounidense. Respecto a la moneda, en mayo el dólar taiwanés se ha continuado apreciando (~6%), en este sentido el Banco Central intervino relajando algunas restricciones, lo que ha beneficiado la apreciación de la moneda impulsada por las aseguradoras de la isla. Desde la perspectiva económica, el crecimiento económico sorprendió positivamente durante el primer trimestre, impulsado por la demanda externa por inteligencia artificial principalmente. Sin embargo, en el actual contexto incierto el PMI manufacturero profundizó su caída en terreno contractivo en abril (47.8 pts.), presionado por una desaceleración de los nuevos pedidos internacionales. Al mismo tiempo, el mercado proyecta una desaceleración del crecimiento de este año respecto a 2024. Por el lado de la inflación, se desaceleró hasta 2% anual en abril, aunque es la principal preocupación del Banco Central. Por el lado de la política monetaria, el Banco Central toma una decisión trimestral, por lo que en marzo decidió mantener la tasa en 2% en medio de la incertidumbre global. En cuanto al mercado accionario, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, aunque lucen menos atractivas que el mes pasado, al mismo tiempo que retornan los flujos al principal ETF del país por 10% del AUM durante el último mes. Finalmente, en la actual temporada de reportes corporativos, el 43% de las compañías ya ha publicado sus resultados, destacando el crecimiento de utilidades, pero sin grandes sorpresas. Para el año se espera un crecimiento de utilidades de 16%, que se ha corregido a la baja durante el último mes. De esta forma, en línea con el retorno de flujos, valorizaciones atractivas y positivo *momentum* **se decide neutralizar las acciones de Taiwán desde *underweight*.**

Las acciones **indonesias** rentaron USD 4.5% en abril, mientras que la rupia se depreció marginalmente 0.1% respecto al dólar. En el ámbito económico, el crecimiento se desaceleró marginalmente hasta 4.9% anual durante el primer trimestre, presionado por las políticas del presidente Prabowo Subianto. Por su parte el PMI de manufacturas cayó 5.7 pts. hasta 46.7 pts. en abril, pasando a terreno contractivo. Por el lado de la inflación el registro de abril se aceleró hasta 2% anual tras el repunte de los precios de vivienda y la inflación subyacente alcanzó un máximo de 22 meses en 2.5%. Por el lado de la política monetaria, la tasa de referencia se mantuvo en 5.75% durante la reunión de abril, y la autoridad señaló que es un nivel adecuado para mantener las expectativas inflacionarias ancladas al rango objetivo y dar soporte a la rupia en medio de la incertidumbre global. En cuanto al entorno geopolítico, el ministerio de energía comunicó que

reducirá las importaciones de combustibles desde Singapur y las aumentará desde EE.UU. y otros países de Medio Oriente, mientras busca un equilibrio comercial con EE.UU. en línea con el discurso del presidente luego del “*Liberation Day*”. Pasando a las valorizaciones, las acciones transan atractivas, al mismo tiempo que se observa una entrada neta de flujos marginal al conjunto de EFTs durante el último mes. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento de utilidades para este año han corregido a la baja persistentemente, desde ~7% en marzo a 0.3% en la actualidad. En este contexto de datos económicos débiles, corrección de utilidades a la baja, pese a valorizaciones atractivas **se decide mantener el *underweight* en acciones indonesias**. Por otro lado, las acciones **tailandesas** rentaron USD 5.5% en abril y el PMI de manufacturas retrocedió a 49.5 pts., en tanto la inflación de abril cayó a terreno negativo, registrando una contracción de 0.2% anual tras el deterioro de perspectivas económicas. Así, el Banco Central recortó la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 1.75%, pero hacia delante la autoridad monetaria podría tener menos espacio para bajar la tasa y el gobernador señaló que deben ser cautelosos en el futuro. En el actual entorno, Moody’s modificó su perspectiva de deuda de estable a negativa presionado por el riesgo de mayor deterioro económica y fiscal. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U fwd., pero durante el último mes se observan salidas netas de los flujos al conjunto de ETFs, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja. De este modo, dado el deterioro de datos económicos, perspectivas más negativas, utilidades que se corrigen a la baja y salida de flujos, se decide **mantener el *underweight* las acciones tailandesas**.

EMEA

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

La incertidumbre política y geopolítica en **Sudáfrica** no fue obstáculo para las acciones en abril y rentaron USD 2.6%, aunque el rand se depreció 2.5% respecto al dólar. En el ámbito interno, la fricción en la coalición nacional continúa; el partido alianza democrática descartó su salida del pacto, lo que mantiene un escenario de débil consenso político y presionó la confianza de consumidores e inversionistas durante el primer trimestre. El mercado ha recortado las perspectivas de crecimiento desde 1.7% a 1.4% para este año, aunque algunos agentes prevén un crecimiento menor a 1% en 2025. Por su parte, la empresa estatal Eskom anunció el inicio de cortes de suministro eléctrico a partir del 13 de mayo, debido a una pérdida de capacidad y retraso en diversas centrales. Estos cortes representan un nuevo obstáculo para el crecimiento económico. Aunque los cortes diarios se detuvieron antes de las elecciones en 2024 y pese a que este año retornaron como un hecho aislado, ya se registran apagones en febrero, marzo y abril. Por su parte el PMI manufacturero en abril se mantuvo en terreno neutral, mientras que la inflación se desaceleró hasta 2.7% anual en marzo, dando espacio al Banco Central para bajar la tasa de referencia (7.5%) en la reunión de mayo. En cuanto al entorno internacional, la relación con EE.UU. se mantiene fragmentada, sin avances. En el mercado accionario, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U fwd. y se observa salida neta de flujos de inversión desde el principal ETF y conjunto de ETFs durante el último mes, aunque la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza durante el último mes. En el contexto de deterioro económico, un entorno político y geopolítico desafiante, pero soporte por su relación con el oro, valorizaciones atractivas y utilidades que se corrigen al alza se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** retrocedieron USD 7.2% en abril, registrando un desempeño inferior frente a pares regionales, mientras que la lira se depreció 1.4% respecto al dólar. La tensión política tras el arresto del alcalde de Estambul continúa, ya que el descontento social y polarización han aumentado, impulsando las probabilidades del partido

republicano del pueblo (CHP) de ganar las elecciones presidenciales de 2028. Por el lado internacional, el presidente Erdogan conversó con el presidente estadounidense, calificando la discusión como “muy buena y productiva”, mientras que las autoridades buscan negociar los aranceles de 10%. Por su parte, en lo económico, el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo en abril, mientras que la inflación continúa desacelerándose, pero más persistente; si la desaceleración mantiene el ritmo actual la inflación no alcanzará la meta de 24% del Banco Central a diciembre de este año. En línea con una inflación más persistente, incertidumbre local e internacional, el Banco Central decidió subir la tasa de referencia en 250 pbs. hasta 46% en su reunión de abril, para frenar la salida de flujos y dar soporte a la moneda. No obstante, hacia delante, el mercado internaliza que el Banco Central bajaría la tasa a diciembre de este año. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd*. y se observa salida neta de flujos de inversión desde el principal ETF durante el último mes, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades para este año se corrige a la baja, desde ~60% en marzo hasta 45% en lo más reciente. En un contexto de salida de flujos, proyección de utilidades que se corrigen a la baja, pero valorizaciones atractivas, **se decide mantener en neutral las acciones turcas.**

Arabia Saudita se mantiene enfrentando desafíos económicos. Altamente dependiente del petróleo, el país se ve afectado por el deterioro en las proyecciones para este *commodity*, donde por segunda reunión consecutiva se anuncian aumentos de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), aumentando la oferta, pero por el lado de la demanda las perspectivas continúan deteriorándose en medio la política arancelaria de EE.UU., presionando los precios del petróleo. En adición, durante el primer trimestre del año, el déficit fiscal alcanzó un máximo desde 2021 tendencia que continuaría dadas las perspectivas de precios de petróleo, poniendo en duda la salud fiscal del reino. Analistas del mercado han señalado que la economía necesita USD 108 por barril para cumplir con el financiamiento de los “megaproyectos” del programa de diversificación económica “Vision 2030”, dificultando el cumplimiento de los plazos. En el ámbito geopolítico, el presidente Trump se reúne con el príncipe saudí fortaleciendo la relación entre ambas naciones y la relevancia del reino para EE.UU. ya que es el primer viaje del mandatario estadounidense en su segundo mandato. En cuanto a los datos macroeconómicos, el PMI de manufacturas retrocedió en abril, aunque se mantiene en zona expansiva, pero destaca una caída agresiva desde 60.5 pts. en enero a 55.6 pts. en abril. En cuanto al mercado accionario, las acciones saudíes lideraron las pérdidas en la región y registraron un *underperformance* respecto a pares regionales; las acciones cayeron USD 2.4% en abril. No obstante, las valorizaciones se mantienen atractivas y, durante el último mes, se han observado flujos de inversión positivos hacia el principal ETF y las perspectivas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para este año. En el contexto de una economía dependiente del petróleo y perspectivas deterioradas, se **decide mantener el *underweight* en acciones saudíes**, pese a transar con valorizaciones atractivas y entrada de flujos.

RENTA FIJA

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

Durante abril, el anuncio de aranceles recíprocos desató un episodio de aversión al riesgo (*risk-off*) en los mercados, lo que impulsó una caída pronunciada en las tasas de interés, especialmente en el tramo corto de la curva, y provocó una ampliación de *spreads* en instrumentos de crédito. Sin embargo, hacia finales del mes, el tono del conflicto comercial comenzó a moderarse, al tiempo que el Banco de la Reserva Federal adoptó nuevamente un mensaje más restrictivo y

mantuvo en pausa el ciclo de recortes. Como resultado, en mayo las tasas retomaron su tendencia al alza, y el bono del tesoro a 10 años se acercó nuevamente al 4.5%.

Por el lado de datos económicos, la actividad económica en EE.UU. continúa mostrando señales de moderación y el PIB del primer trimestre registró una contracción de 0.3% en términos trimestrales anualizados, los índices de sorpresa económica permanecen en terreno negativo, y las encuestas de sentimiento continúan con una tendencia a la baja. Sin embargo, el mercado laboral se mantiene resiliente; en abril se crearon 177,000 empleos superando las expectativas, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo en 4.2%. Por el lado de la inflación, el IPC de abril sorprendió a la baja desacelerándose a 2.3% anual, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en 2.8%. De igual manera, en el corto plazo se mantiene la incertidumbre sobre la trayectoria inflacionaria ante el posible impacto de las políticas arancelarias del gobierno.

Por su parte, en la reunión de mayo el Banco de la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia estable en 4.50%, conservando el mensaje más *hawkish* de las últimas reuniones, advirtiendo de los posibles impactos que podrían tener las políticas del nuevo gobierno de EE.UU. en el crecimiento económico y el nivel de precios. Por su parte, Jerome Powell evitó ceder ante las crecientes presiones políticas del presidente Trump y reafirmó que no hay urgencia en iniciar un ciclo de recortes, destacando la solidez del mercado laboral.

Es así que el mercado ha comenzado a moderar sus expectativas respecto al ciclo de ajuste monetario y, tras proyectar cuatro recortes de 25 puntos base a inicios de abril, ahora descuenta solo dos recortes durante la segunda mitad del año, en la medida que disminuyen las tensiones comerciales y el Banco de la Reserva Federal mantiene un mensaje de cautela. Por otro lado, la agenda tributaria del gobierno de EE.UU.—que contempla la continuidad de los menores impuestos corporativos y eventualmente nuevas rebajas—junto con el inminente acercamiento al límite de endeudamiento federal (*debt ceiling*), ha mantenido las presiones elevadas sobre la parte larga de la curva. En este contexto, las tasas de interés retomaron su tendencia al alza, y el *treasury* a 10 años se aproxima nuevamente al 4.5%, mientras que la tasa del *treasury* a 2 años sube hasta 4.0%, con una curva que vuelve a empinarse y un diferencial 10-2 años cercano a los 50 pbs.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro—se modera desde los elevados niveles del principio de abril y cae a 100 pts., en línea con la recuperación de los mercados y la disminución de las tensiones comerciales. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, aumentan marginalmente con respecto a sus niveles de abril alcanzado 2.42% y 2.35% respectivamente, a medida que se mantiene la incertidumbre con respecto al impacto inflacionario de los aranceles, pero las expectativas continúan ancladas a la meta del 2%.

Dado lo anterior, si bien esperamos que la actividad económica continúe moderándose, seguimos observando cierta resiliencia en la economía norteamericana, mientras el gobierno muestra mayor pragmatismo en sus políticas arancelarias. Por ello, no anticipamos una recesión en EE.UU. en el mediano plazo. Por otro lado, hacia adelante proyectamos un aumento del ruido en torno al déficit fiscal estadounidense, en la medida en que la administración Trump comienza a enfocarse en los recortes de impuestos y el gobierno se aproxima al límite de endeudamiento (*debt ceiling*). 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, mientras que se

disminuye ligeramente el *UW* en *treasuries* de 10 años. Por su parte, se mantiene el neutral en TIPS ante la incertidumbre inflacionaria de corto plazo producto de las políticas de Trump.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

Durante abril, el mercado de crédito *Investment grade* volvió a reflejar un mayor grado de alineación entre EE.UU. y Europa, en un contexto marcado por renovadas tensiones comerciales y temores sobre el crecimiento global. El anuncio de medidas arancelarias por parte de EE.UU. elevó la incertidumbre, afectando las expectativas macroeconómicas y presionando a la baja las tasas soberanas en ambas regiones, mientras los *spreads* comenzaron a ampliarse de forma generalizada. En EE.UU., los datos recientes confirmaron una desaceleración en el margen: el PIB del primer trimestre sorprendió a la baja y la confianza del consumidor siguió deteriorándose. Sin embargo, el mercado laboral continúa sólido y la inflación, aunque cediendo levemente, aún se ubica por encima de la meta. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su tasa de referencia en 4.5% y sostuvo un tono más *hawkish*, moderando las expectativas de recortes para este año. En Europa, el BCE decidió recortar sus tasas en 25 pbs. durante abril, alcanzando una tasa de depósito de 2.25%, señalando que la desinflación avanza según lo previsto. Aun así, la inflación subyacente repuntó y persiste la preocupación sobre el efecto que puedan tener los nuevos aranceles en los precios. La actividad muestra señales de mejora en el margen, pero el BCE mantiene una postura cautelosa de data dependencia, aunque continuaría con los recortes siguiente reunión de junio. Así, mientras la Fed opta por esperar, el BCE avanza con cautela en la normalización de su política monetaria, en un entorno global cada vez más incierto para el crédito.

En cuanto a *Investment Grade*, en abril la clase de activo registró un retorno positivo de USD 0.4%. Durante el mes, los *spreads* de crédito en EE.UU. y Europa se ampliaron por encima de sus promedios históricos, mientras que las tasas cayeron con fuerza, reflejando un aumento en la aversión al riesgo. Con la moderación de las tensiones comerciales en mayo, ambos movimientos comenzaron a revertirse: los *spreads* volvieron a comprimirse por debajo de sus promedios y las tasas se movieron al alza. Por otro lado, ante el aumento de los riesgos globales, la clase de activo sigue mostrando atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 4.7% y una mayor calidad crediticia en comparación con otros activos. En cuanto a valorizaciones, a pesar de las fuertes correcciones observadas el mes pasado, en el corto plazo creemos que aún hay espacio para nuevas ampliaciones de *spread* ante un panorama económico incierto. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

En cuanto a high yield, a comienzos de abril se intensificó el sentimiento de *risk-off* en los mercados, a medida que aumentaban la incertidumbre y las tensiones geopolíticas, especialmente tras el anuncio de aranceles recíprocos por parte del gobierno de Trump. En este contexto, continuó la corrección de los mercados globales y los *spreads* de los activos de renta fija se ampliaron por encima de sus promedios históricos. No obstante, en la segunda mitad del mes, con la moderación de las tensiones comerciales y una menor percepción de riesgo recesivo, los *spreads* volvieron a comprimirse por debajo de su media, y la clase de activo recuperó las pérdidas del inicio del mes, cerrando con una rentabilidad neutral (0%).

Con la llegada de mayo y los anuncios de avances en los acuerdos comerciales con China y Reino Unido, los riesgos continúan moderándose, y el *high yield* comienza el mes con un *outperformance* relativo al resto de los activos de renta fija, en un entorno de tasas más altas y *spreads* más ajustados. Por otro lado, la clase de activo aún ofrece un rendimiento

atractivo del 7.2%, y las valoraciones no se muestran tan apretadas como en meses anteriores. Sin embargo, a pesar de las fuertes correcciones observadas el mes pasado, consideramos que en el corto plazo aún existe espacio para nuevas ampliaciones de *spreads*, en un contexto económico incierto. Los niveles actuales de *spreads* reflejan un nivel de *defaults* esperado demasiado bajo para el escenario de desaceleración económica en EE.UU. **Dado lo anterior, se mantiene una postura neutral en *Global High Yield*.**

DEUDA EMERGENTE: Se lleva a neutral desde *UW* la deuda soberana, se neutraliza la posición en bonos corporativos *HY* desde *OW*, se mantiene el neutral en bonos corporativos *IG* y en *local markets*. Neutral en todas las clases de activo

Durante abril, las tasas del Tesoro estadounidense mostraron una dinámica marcada por la volatilidad. Inicialmente retrocedieron tras los anuncios del *Liberation Day*, sin embargo, repuntaron con fuerza tras la noticia de una pausa arancelaria en la semana siguiente. Posteriormente, las tasas continuaron fluctuando sin una tendencia clara y cerraron el mes por encima de los niveles observados al inicio, con un incremento más marcado en los tramos medios y largos de la curva, lo que acentuó su empinamiento. Las tasas del resto del mundo no han estado exentas de esta volatilidad, y se han movido en línea con las tasas norteamericanas, aunque con correcciones de menor magnitud. Durante el último mes, la deuda emergente soberana cayó, a diferencia de la deuda soberana desarrollada, mientras que la deuda emergente corporativa también tuvo un *underperformance* respecto a su par desarrollado.

En abril, la deuda soberana emergente registró un rendimiento negativo de USD 0.2%, contrastando con el desempeño positivo de 1% observado en la deuda soberana desarrollada. Sin embargo, en lo que va de mayo, esta clase de activo ha mostrado un repunte, acumulando un rendimiento positivo durante las primeras dos semanas del mes. A pesar de que el contexto global sigue marcado por una alta volatilidad e incertidumbre, se proyecta que los efectos arancelarios impactarán con mayor intensidad en la inflación de Estados Unidos, mientras que China podría ejercer una presión desinflacionaria sobre el resto de las economías emergentes, con quienes tiene relaciones comerciales más cercanas. En este escenario mixto, se opta por cerrar el *UW* en deuda soberana emergente, pasando a una posición neutral ante la evolución reciente del mercado y los posibles efectos cruzados entre las principales economías.

Pasando a la deuda corporativa emergente, se mantiene la posición neutral en bonos corporativos *Investment Grade*. Durante abril, la clase de activo mantuvo un rendimiento marginalmente positivo, alcanzando un desempeño de USD 2.1% (hasta el 9 de mayo) en lo corrido del año. Sin embargo, no ha logrado mantener el desempeño durante esta primera parte del mes, alineándose a las pérdidas de los instrumentos de renta fija desarrollada. Por otro lado, tras su reunión de abril, el Fed mostró una postura más *hawkish* en sus declaraciones, y el mercado pasó de internalizar para este año cuatro recortes a tan solo dos. Además, los *yields* que ofrecen estos instrumentos han ido disminuyendo durante el transcurso del año.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo obtuvo un desempeño negativo de USD 1.1% durante el último mes, siendo uno de los instrumentos de renta fija más golpeados. Aunque la clase de activo aún mantiene una rentabilidad positiva en lo que va del año, experimentó una ampliación cercana a 100 pbs. en sus *spreads* tras los anuncios arancelarios impulsados por Trump. Si bien este ajuste fue menor al de sus homólogos desarrollados, el proceso de recuperación ha sido más lento, reflejando una mayor cautela por parte de los inversionistas frente a los riesgos específicos que enfrentan las economías emergentes en el contexto actual. En línea con esto, el diferencial entre los *spreads* emergentes y

estadounidenses comienza a acercarse nuevamente a su promedio de cinco años, luego de alcanzar mínimos no vistos hace más de tres años, disminuyendo este atractivo relativo de los instrumentos emergentes. De esta forma, se decide neutralizar la exposición en deuda emergente *High Yield* desde *OW*.

Por el lado de *local markets*, la mayoría de las monedas emergentes anotaron un abril apreciativo ante la volatilidad e incertidumbre que marcó el mes. Por otro lado, a pesar de este ciclo desfavorable para el dólar y de su negativo abril, estas primeras dos semanas de mayo el DXY se ha apreciado 1.5% (hasta el 13 de mayo), y ante la posibilidad de que revierta tras las pérdidas acumuladas en lo corrido del año podría tener cierto efecto contrario sobre las monedas emergentes. De esta forma, se mantiene la posición neutral en *local markets*.

En línea con lo anterior, **se lleva a neutral la posición en deuda soberana desde *UW*, se mantiene el neutral en bonos corporativos *IG*, se neutraliza la exposición en bonos corporativos *HY* desde *OW* y se mantiene la posición neutral en *local markets*.**

Exposición a Monedas | Mayo 2025

Monedas	Bench.	Abr	May	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	57.5%	54.6%	UW	-0.5%	-
EUR	7.5%	8.0%	7.5%	OW	0.0%	-
GBP	1.5%	1.0%	1.4%	UW	-0.1%	+
JPY	2.35%	3.0%	2.56%	OW	0.2%	-
GEMs	33.7%	30.5%	34.0%	OW	0.3%	+
	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 lleva a *UW* la posición en dólares y a *OW* yenes y monedas emergentes, neutralizando el euro.

Resultados TAACo Global | Abril 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	48%	-2%	1.7%	0.85%	0.80%	-0.7	-2.0
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.0%	0.49%	0.45%	1.5	0.0
Caja	0%	6%	6%	0.4%	0.0%	0.02%	-5.9	
Oro	0%	0%	0%	6.0%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.19%	18.9	
Portfolio					1.34%	1.46%	13.7	-2.1
Outperformance / Underperformance (bps)								11.6
Europe ex UK	14.0%	13.0%	-1.0%	4.3%	0.60%	0.55%	-2.5	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	6.5%	0.07%	0.07%	0.0	
UK	3.0%	2.0%	-1.0%	2.7%	0.08%	0.05%	-0.9	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	2.5%	0.43%	0.43%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	-3.8%	-0.57%	-0.57%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-2.4%	-0.10%	-0.10%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	5.2%	0.26%	0.26%	0.0	
Desarrollados	59.0%	57.0%	-2.0%	1.3%	0.77%	0.70%	-3.5	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	6.9%	0.35%	0.41%	5.2	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	0.0%	9.6%	0.10%	0.10%	0.0	
China	10.0%	11.0%	1.0%	-4.3%	-0.43%	-0.47%	-6.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	4.0%	0.80%	0.80%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	2.5%	0.12%	0.12%	0.0	
Emergentes	41.0%	43.0%	2.0%	2.3%	0.94%	0.96%	-0.8	
Equities					1.71%	1.66%	-4.3	
Treasuries 2Y	5.9%	7.0%	1.1%	0.8%	0.05%	0.06%	-0.2	
Treasuries 10Y	12.4%	11.4%	-1.0%	0.8%	0.10%	0.09%	0.2	
Treasuries 30Y	7.2%	6.7%	-0.5%	-1.3%	-0.09%	-0.09%	1.1	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.9%	0.52%	0.52%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	1.0%	0.04%	0.04%	0.0	
Deuda Desarrollados	60.1%	59.7%	-0.4%	1.0%	0.62%	0.63%	1.2	
EMBI	10.8%	10.4%	-0.4%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	0.5	
EM Corporate IG	3.3%	3.3%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Corporate HY	4.8%	5.6%	0.8%	-1.2%	-0.06%	-0.07%	-1.7	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	2.1%	0.44%	0.44%	0.0	
Deuda Emergente	39.9%	40.3%	0.4%	0.9%	0.36%	0.35%	-1.2	
Fixed Income					0.98%	0.98%	-0.1	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de abril de 2025

En abril el TAACo optó por una posición *underweight* en acciones (48%), mantuvo la subexposición en bonos (46%) y aumentó la sobreexposición en caja (6%). Al 30 de abril la cartera tuvo una ganancia mensual de 1.5%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (1.3%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** sumó valor; aun cuando la posición en acciones y la asignación en caja restaron valor, la posición corta en renta fija y la cobertura más que lo compensaron. La **selección de instrumentos** restó valor: generó ganancias la sobreponderación en acciones de América Latina, mientras que los otros desvíos del *benchmark* en el portafolio accionario restaron valor. Por otro lado, las posiciones cortas en bonos del Tesoro norteamericano de 10 y 30 años sumaron valor.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.5%	1.2%	3.2%	8.6%	5.0%	6.2%	4.0%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.1%	3.1%	9.0%	5.2%	5.1%	3.4%	3.9%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	12	9	10	-44	-15	113	58	123	
Acciones	1.7%	-0.7%	2.2%	9.3%	6.8%	9.7%	4.9%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.7%	-0.5%	2.4%	9.7%	7.2%	9.5%	4.9%	3.5%	15.1%
Europe ex UK	4.3%	7.1%	14.9%	10.8%	8.8%	10.3%	3.8%	3.2%	18.5%
Europe Small Cap ex UK	6.5%	9.5%	15.3%	10.5%	3.0%	9.1%	4.9%	7.0%	21.6%
UK	2.7%	7.0%	12.6%	15.3%	10.3%	12.8%	4.4%	4.9%	16.2%
US Large Cap Growth	2.5%	-10.3%	-9.0%	16.0%	16.7%	17.9%	15.6%	--	20.6%
US Large Cap Value	-3.8%	-4.4%	0.1%	8.9%	7.4%	11.4%	7.9%	--	14.6%
US Small Caps	-2.4%	-13.2%	-10.1%	1.8%	4.2%	11.0%	7.1%	8.6%	20.6%
Japan	5.2%	3.0%	4.6%	6.1%	8.2%	6.6%	3.4%	2.1%	14.9%
Desarrollados	0.9%	-4.3%	-0.9%	12.2%	11.1%	13.9%	9.3%	6.9%	15.5%
LatAm	6.9%	10.0%	20.5%	-4.3%	5.0%	11.4%	2.1%	7.4%	25.4%
LatAm Small Cap	9.6%	12.6%	23.6%	-7.4%	-1.3%	6.4%	-0.7%	5.5%	27.1%
China	-4.3%	9.1%	10.1%	26.1%	3.5%	-0.6%	0.5%	7.6%	28.2%
EM Asia ex China	4.0%	-2.7%	-2.0%	1.9%	4.5%	11.6%	6.3%	--	17.7%
EM Asia Small Cap	2.5%	-1.3%	-5.7%	-2.7%	4.2%	13.9%	4.3%	8.8%	15.4%
EM Europe and Middle East	0.9%	3.4%	8.0%	10.4%	-0.9%	2.7%	-2.9%	2.5%	15.5%
Emergentes	1.3%	2.4%	4.3%	9.0%	4.2%	7.2%	3.1%	7.7%	15.5%
Renta fija	1.0%	2.8%	3.7%	8.2%	3.1%	1.1%	1.9%	4.2%	6.5%
Benchmark	1.0%	2.8%	3.7%	8.3%	3.0%	0.6%	1.6%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.8%	2.0%	2.4%	6.4%	2.8%	1.0%	1.3%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	0.8%	4.1%	4.8%	8.4%	-0.1%	-3.5%	0.4%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-1.3%	2.7%	3.0%	5.5%	-7.2%	-10.9%	-1.5%	3.8%	15.4%
US Tips	0.1%	3.0%	4.3%	8.1%	0.8%	1.8%	2.5%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	1.9%	4.1%	4.8%	9.2%	3.5%	0.9%	2.1%	4.4%	8.4%
Global Corporate HY	1.0%	1.7%	3.0%	10.0%	6.6%	5.9%	4.4%	6.9%	8.0%
Deuda Desarrollados [1]	1.0%	3.5%	4.2%	8.4%	1.9%	0.0%			
EMBI	-0.2%	0.6%	2.0%	8.8%	5.3%	3.0%	3.0%	6.8%	9.7%
EM Corporate IG	0.1%	1.9%	2.6%	7.8%	4.0%	1.6%	2.7%	--	5.7%
EM Corporate HY	-1.2%	0.5%	1.3%	8.7%	5.9%	4.1%	4.5%	--	8.2%
EM Local Markets	2.1%	2.6%	3.9%	7.5%	3.8%	3.0%	1.7%	--	7.5%
Deuda Emergentes [1]	0.9%	1.8%	3.0%	8.1%	4.4%	0.0%			
Caja	0.4%	1.0%	1.4%	4.9%	4.4%	2.7%	1.9%	1.7%	0.7%
Oro	6.0%	17.4%	26.6%	43.1%	20.0%	14.2%	10.8%	11.1%	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 aquéllas expresadas en el presente informe.