

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Abril	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	6.4%	2.0%	5.4%	20.9%	11.9%	5.0%	6.5%	5.7%	10.4%
Benchmark	6.4%	2.2%	5.2%	20.6%	12.0%	4.3%	5.8%	4.5%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-6	-18	12	37	-16	72	73	120	
Acciones	11.5%	3.8%	9.4%	36.0%	18.8%	8.1%	9.5%	5.1%	15.2%
Benchmark	11.6%	3.9%	9.4%	36.0%	19.1%	8.1%	9.5%	4.7%	15.1%
Renta Fija	1.3%	0.1%	0.8%	6.3%	5.0%	0.6%	2.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.3%	0.1%	0.8%	6.3%	5.1%	0.3%	1.9%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	1.2%	4.1%	4.8%	3.5%	2.3%	1.7%	0.6%
Oro	0.1%	-7.4%	5.6%	39.7%	32.5%	21.1%	13.6%	12.1%	16.1%

Resultados al 30 de abril de 2026

*Anualizado ** Desde 2001

La tregua¹

En mayo el escenario global parece transitar una tregua frágil en medio de un entorno aún dominado por una elevada incertidumbre geopolítica. El conflicto en Medio Oriente no ha mostrado avances relevantes hacia una resolución definitiva y ha vuelto a tensionar los precios del petróleo, que se mantienen por sobre USD 100 por barril. Este shock energético ha reintroducido con fuerza los riesgos de estanflación, combinando presiones inflacionarias persistentes con una desaceleración gradual del crecimiento global. A pesar de este contexto, los mercados financieros —en particular la renta variable estadounidense— continúan operando cerca de máximos históricos, apoyados en sólidos resultados corporativos y en un entorno de abundante liquidez, lo que refuerza la necesidad de una lectura prudente del escenario global.

Desde una perspectiva macroeconómica, el entorno sigue mostrando señales mixtas. En Estados Unidos, la actividad económica se ha mantenido resiliente, sostenida por un crecimiento nominal elevado y por las ganancias de productividad asociadas a la adopción de nuevas tecnologías, particularmente la inteligencia artificial. Sin embargo, la inflación subyacente continúa ubicándose por encima del objetivo del Banco de la Reserva Federal (Fed), lo que limita el margen de acción de la política monetaria. En este contexto, el balance de riesgos se ha desplazado hacia un escenario en el que la convergencia inflacionaria podría demorarse más de lo anticipado, especialmente si persisten las presiones provenientes del mercado laboral y del shock energético.

La inflación ha vuelto a ocupar un rol central en el análisis. El repunte del precio del petróleo introduce un nuevo shock de costos que podría retrasar la normalización inflacionaria, en un contexto donde los salarios comienzan a mostrar señales de mayor rigidez. Si bien algunos componentes, como la renta residencial en Estados Unidos, han contribuido a moderar el índice general, los riesgos se concentran en la inflación de servicios y en un

Índice

La Tregua.....	1
Asignación de Activos Mayo 2026	4
Resultados TAACo Global Abril 2026.....	24
Desempeño Histórico.....	25

Conflicto en Medio Oriente transita tregua frágil

Economía EE.UU. con señales mixtas: resiliencia económica, pero con presiones inflacionarias

Inflación vuelve a ocupar rol central en el análisis

¹ Libro del escritor uruguayo Mario Benedetti

eventual rebrote de la inflación de bienes ante mayores costos energéticos y logísticos. Este escenario mantiene a los bancos centrales en una posición compleja, obligados a equilibrar el control inflacionario con la preservación del crecimiento económico.

En este marco, la política monetaria enfrenta restricciones crecientes. El Fed ha adoptado un tono más restrictivo, enfatizando la necesidad de asegurar una convergencia sostenida de la inflación antes de considerar recortes de tasas. Si bien el mercado continúa descontando un escenario relativamente benigno, en el que la economía logra sostener el crecimiento sin un repunte inflacionario significativo, consideramos que este equilibrio es frágil y altamente dependiente de que las presiones salariales y energéticas no se intensifiquen en los próximos meses.

Política monetaria con restricciones crecientes

A nivel regional, el impacto del contexto global sigue siendo heterogéneo. Europa continúa perfilándose como uno de los principales perdedores relativos, dada su elevada dependencia energética y la necesidad de incrementar el gasto fiscal en defensa, lo que añade presión a economías ya estancadas y con márgenes fiscales limitados. El deterioro de las cuentas fiscales y la menor capacidad de reacción de la política monetaria refuerzan una visión cautelosa sobre la región en un escenario de tensiones geopolíticas prolongadas.

Europa sigue siendo uno de los principales perdedores relativos

En contraste, algunas economías emergentes exportadoras de materias primas se encuentran relativamente mejor posicionadas frente a un entorno de precios de *commodities* elevados. América Latina, en particular, se beneficia de su condición de región exportadora neta de materias primas y de su menor exposición directa al conflicto. La distancia geográfica respecto de los focos de tensión reduce la vulnerabilidad a disrupciones logísticas y energéticas, mientras que, en el caso de Brasil, los términos de intercambio más favorables actúan como un amortiguador frente a un entorno global más desafiante.

América Latina con menor exposición directa al conflicto

Este último país dentro de la región presenta una dinámica particular. Tras varios meses de fuertes flujos hacia la renta variable, el mercado quedó rezagado en abril. No obstante, la inflación sigue mostrando una elevada resiliencia, impulsada por una política fiscal y crediticia expansiva en un año electoral. La reciente intervención del Banco Central brasileño en el mercado cambiario, comprando dólares por primera vez en más de una década, constituye una señal relevante de preocupación por una apreciación excesiva del real. A pesar de ello, la baja volatilidad implícita sugiere que el mercado descuenta un escenario político relativamente equilibrado en el corto plazo.

Brasil con baja volatilidad relativa

En renta fija, el entorno continúa siendo desafiante. El tono más restrictivo del Fed, junto con la persistencia de presiones inflacionarias, refuerza la conveniencia de mantener una postura cautelosa en duración, particularmente en los tramos largos de la curva. La

elevada sensibilidad de estos segmentos a cambios en las expectativas inflacionarias y de tasas justifica una aproximación defensiva, priorizando la gestión activa del riesgo. En este contexto, los instrumentos indexados a inflación continúan cumpliendo un rol relevante como cobertura frente a escenarios en los que la inflación resulte más persistente de lo que actualmente descuenta el mercado.

Fed adopta tono más restrictivo

En paralelo, la innovación tecnológica continúa actuando como un contrapeso estructural a la incertidumbre cíclica. La inteligencia artificial está impulsando un fuerte ciclo de inversión, especialmente en infraestructura tecnológica y centros de datos, y generando importantes ganancias de productividad, particularmente en Estados Unidos. Si bien estas tendencias tienen un carácter desinflacionario en el largo plazo, en el corto y mediano plazo también implican una elevada demanda de capital, energía y materias primas, lo que puede amplificar presiones inflacionarias transitorias. Distinguir entre estos efectos temporales y estructurales resulta clave para una correcta interpretación del escenario macroeconómico.

IA como contrapeso a la incertidumbre

El oro mantiene su relevancia como activo estratégico en este entorno. A pesar de su reciente débil desempeño y de haber cedido parte de su rol de refugio frente al fortalecimiento del dólar, sus fundamentos estructurales permanecen sólidos. La demanda sostenida de bancos centrales, el interés de inversionistas institucionales y el contexto de déficits fiscales elevados refuerzan su atractivo como cobertura ante escenarios de inflación persistente, tensiones geopolíticas o episodios de estanflación.

Oro como activo estratégico

En este escenario, la asignación de activos refleja una implementación coherente y disciplinada de la visión estratégica, priorizando una gestión activa del riesgo en un entorno que sigue siendo desafiante. El posicionamiento actual busca equilibrar la exposición a fuentes estructurales de retorno con la necesidad de proteger la cartera frente a escenarios adversos, manteniendo flexibilidad para adaptar las decisiones tácticas a medida que evolucionen las condiciones macroeconómicas y financieras.

Se prioriza gestión activa de riesgo

*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 2026

TAACo Global	Bench.	Apr	Mayo	OW / UW	Cambio
Acciones	50%	50%	50%	N	
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%
Caja		2%	2%	OW	2%
Oro		2%	2%	OW	2%
Total Cartera					
Europe ex UK	13.2%	12.7%	12.7%	UW	-0.5%
Europe Small Cap	1.9%	1.4%	1.4%	UW	-0.5%
UK	2.8%	1.8%	1.8%	UW	-1.0%
US Large Cap Growth	16.6%	17.1%	17.1%	OW	0.5%
US Large Cap Value	15.1%	15.6%	15.6%	OW	0.5%
US Small Caps	3.7%	4.2%	4.2%	OW	0.5%
Japan	4.7%	4.2%	4.2%	UW	-0.5%
Mercados desarrollados	58.0%	57.0%	57.0%	UW	-1.0%
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%
China	11.5%	11.5%	11.5%	N	
EM Asia ex China	25.5%	25.5%	25.5%	N	
Mercados emergentes	42.0%	43.0%	43.0%	OW	1.0%
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%		
Treasuries 2Y	8.7%	9.2%	8.7%	N	-0.5%
Treasuries 10Y	10.5%	10.0%	10.0%	UW	-0.5%
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%
US Tips	2.5%	3.0%	3.5%	OW	1.0%
Global Corporate IG	26.2%	25.2%	25.2%	UW	-1.0%
Global Corporate HY	4.1%	3.1%	3.1%	UW	-1.0%
Deuda desarrollados	58.1%	56.1%	56.1%	UW	-2.0%
EMBI	8.4%	8.9%	8.9%	OW	0.5%
EM Corporate IG	2.4%	2.4%	2.4%	N	
EM Corporate HY	3.6%	4.1%	4.1%	OW	0.5%
EM Local Markets	27.5%	28.5%	28.5%	OW	1.0%
Deuda emergente	41.9%	43.9%	43.9%	OW	2.0%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%		

Neutral acciones, UW bonos

OW en caja y oro

EE.UU.: OW Value y Growth, además de Small Cap

UW Europa, Reino Unido y Japón

OW LatAm

Neutral China y Asia EM ex. China

En renta fija:

US treasuries: se neutraliza OW 2Y, se mantiene UW 10Y y 30Y

Se aumenta OW Tips

UW Global IG y HY

OW Emergente sobre desarrollado

RF emergente: OW Local Markets, EMBI y CEMBI HY. Neutral CEMBI IG

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene *underweight* Large y Small Cap

Uno de los grandes perdedores de la guerra en Medio Oriente es el viejo continente, donde aumenta considerablemente el riesgo de estancación y se ajusta el margen de maniobrabilidad del Banco Central Europeo (BCE). El crecimiento del primer trimestre del año se estancó (+0.1% trimestral) y para este 2026 la expectativa de crecimiento económico se reduce a 0.8% desde 1.2% antes del inicio de la guerra, mientras que para 2027 se recorta la estimación a 1.3%. Además de lo cíclico, la región enfrenta problemas estructurales difíciles de revertir como el envejecimiento de la población, la

baja productividad, la presión sobre las finanzas públicas y el sobre endeudamiento de algunas economías, como Francia.

El menor optimismo se refleja en indicadores como la sorpresa económica, la cual se profundiza en terreno negativo durante abril, mientras el indicador líder PMI compuesto retrocede en abril a 48.6 pts., su menor nivel en 17 meses (50 pts. umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes 6 a 12 meses).

A la débil expectativa de crecimiento se suma una inflación que se acelera. En abril se ubicó en 3.0% interanual, mientras la subyacente se moderó a 2.2%. El alza se debió principalmente al componente energético, que subió casi 11% año contra año debido al encarecimiento del petróleo y gas natural por la escalada del conflicto bélico en Irán. De esta forma, el BCE en su reunión de abril mantuvo el sistema de tasas de interés sin variación (2.00% tasas de depósito) advirtiendo riesgos al alza para la inflación que se han intensificado con la subida del petróleo. Si bien la autoridad monetaria mantuvo la calma (no adelantó subidas inmediatas), reiteró estar lista para actuar y ajustar la política “reunión a reunión” según la evolución de los datos.

El mercado así sigue internalizando 3 alzas de tasas hacia la segunda mitad del año, cuando a fines de febrero se esperaba una tasa estable a lo largo del año. En consecuencia, en el último mes la curva de tasas continuó aplanándose con el bund alemán a 2 años subiendo hasta 2.61% mientras el de 10 años se elevó a 3.04% al 11 de mayo, nivel no alcanzado desde 2014.

Las acciones europeas se recuperaron en abril en línea con las acciones globales, aunque quedaron rezagadas respecto a pares estadounidenses por su menor exposición al sector tecnológico. Las acciones del Stoxx 50 subieron USD 7.3% y las valorizaciones se elevaron dejando de transar a niveles justos. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa sobre el promedio de 5 años. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también han corregido al alza, transando sobre el promedio de 5 años.

La incertidumbre detuvo la entrada de flujos a acciones europeas. En las últimas 4 semanas (según EPFR) se han observado salidas de flujos mientras que a la fecha ha reportado un 80% de las acciones del EuroStoxx 50 con un crecimiento promedio de utilidades de apenas 4% interanual, el cual es liderado por el sector de energía y tecnológico. Se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 13%, dato que se corrige levemente al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (19%, estimaciones de Factset).

Dado el deterioro de las perspectivas económicas y los desafíos estructurales que enfrenta la región junto con el aumento de incertidumbre global y la falta de catalizadores en el corto plazo **se decide mantener la posición corta en acciones Large y Small Cap.**

REINO UNIDO: Se mantiene UW

Otro perdedor del conflicto en Medio Oriente es el Reino Unido. Para este año el crecimiento económico se corrige a la baja hasta 0.8% desde 1.2% antes que partiera la guerra, mientras el del próximo año se recorta a 1.2% desde 1.4%. La economía muestra escaso dinamismo, el PIB del 4to trimestre de 2025 creció apenas 0.1% trimestral impulsado por gasto de gobierno, principalmente en defensa e infraestructura. Para los primeros tres meses del año se espera un crecimiento en torno a 0.4% trimestre a trimestre. La economía enfrenta un estancamiento, a lo que se suma el

enfriamiento del mercado laboral. Aunque la tasa de desempleo de febrero bajó sorpresivamente a 4.9%, los salarios siguen aumentando sobre la inflación (3.8% anual en febrero).

A nivel político los británicos muestran su descontento con la situación económica a través de una pérdida de apoyo a los laboristas, quienes gobiernan una economía estancada, con elevadas cifras de desempleo y presiones fiscales. En las recientes elecciones municipales los tradicionales partidos laborista y conservador perdieron puestos en desmedro de *Reform UK*, la extrema derecha de Nigel Farage. El resultado de los comicios intensifica la presión sobre el primer ministro Keir Starmer y aumenta la incertidumbre política interna, elevando aún más los tipos de interés y las primas por riesgo país.

Por su parte la inflación de marzo se aceleró a 3.3% anual, mientras la medida subyacente disminuyó a 3.2% y los servicios subieron 4.5% año contra año. Ante una inflación que venía cediendo y un mercado laboral frágil, el Banco de Inglaterra (BoE) recortó la tasa de referencia en diciembre en 25 pbs. hasta 3.75%, con el mercado esperando hasta antes de la escalada del conflicto en Medio Oriente dos recortes adicionales para este año. No obstante, el shock energético ha elevado las perspectivas de inflación retrasando la convergencia al 2% hasta fines de 2027. El BoE advirtió que el shock energético exige prudencia y señaló la disposición a endurecer la política monetaria si la inflación persiste. Así, el mercado ahora estima entre dos a tres alzas de tasas durante la segunda mitad del año. En el último mes, ante la persistencia de la crisis energética junto la incertidumbre política interna y las presiones para que Starmer dimita, la curva de tasas de los bonos soberanos continuó aplanándose, con la tasa a 2 años subiendo casi 20 pbs. hasta 4.46%, mientras la 10 de años subió 15 pbs. hasta 5.0% al 11 de mayo – su mayor nivel desde 2008 –.

A nivel de mercado, en abril las acciones británicas subieron USD 4.8%, quedando rezagadas respecto a pares desarrollados. A pesar de ello, las valorizaciones han seguido aliviándose; pero la razón P/U *fwd.* transa aún sobre el promedio de 5 años en términos absolutos. En términos relativos al resto de Europa, las acciones británicas transan con un descuento de 15%, en torno al promedio histórico. Por otro lado, a la fecha ha reportado cerca de un 40% de las empresas del MSCI Reino Unido sus resultados del primer trimestre del año, con un crecimiento de utilidades en torno a 19% y sorpresas positivas concentradas en el sector energético. Para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 19%, que se corrige al alza en el último mes, y está en línea con pares desarrollados. El MSCI Reino Unido representa un 3% de las acciones globales y posee un 11% de exposición al sector energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de crecimiento de utilidades del índice junto con el sector de materiales.

Si bien el país no depende energéticamente del Medio Oriente, el aumento de los precios internacionales del petróleo y gas natural aumenta el riesgo de estanflación y complica la maniobrabilidad del BoE para seguir con una política monetaria expansiva. Así, en el contexto de bajo dinamismo económico, incertidumbre sobre el liderazgo político interno, una política monetaria más restrictiva, junto con salidas persistentes de flujos, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *overweight* en acciones *Large Cap Value* y *Growth*, además de *Small Cap*

A pesar de que Estados Unidos es prácticamente autosuficiente en materia energética y no depende del petróleo extraído en Medio Oriente, el shock de oferta y el alza global en el precio de los combustibles alteran el escenario que se

proyectaba a fines de febrero aumentando el riesgo de una estanflación. Desde el comienzo de la guerra con Irán la perspectiva de crecimiento para este año se recortó desde 2.5% a 2.1%, mientras la de 2027 se mantiene en 2.0%.

No obstante, de momento la economía estadounidense sigue mostrando resiliencia. Durante el primer trimestre del año el crecimiento económico se aceleró a 2.0% anualizado, recuperándose desde 0.5% en los últimos tres meses de 2025 afectados por el *shutdown*. Mientras, la sorpresa económica recupera dinamismo y se ha mantenido las últimas cuatro semanas al alza, a la vez que los indicadores líderes PMI tanto de servicios como de manufacturas mejoraron en abril.

Respecto al mercado laboral, los datos volvieron a sorprender positivamente. En abril se crearon 115 mil nuevos puestos de trabajo y el dato de marzo fue corregido al alza, a la vez que la tasa de desempleo se mantuvo en 4.3%. Será clave la evolución del empleo en las decisiones de política monetaria del Fed, en un contexto de presiones inflacionarias.

La inflación de abril volvió a acelerarse y sorprendió al alza al ubicarse en 3.8% anual reflejando el alza en los costos energéticos; la medida subyacente también se aceleró llegando a 2.8%. Así, mientras el mercado esperaba hasta fines de febrero dos recortes de tasa de 25 pbs. para este año, ahora se espera que la tasa se mantenga estable durante el año. En su reunión de abril, el Comité del Fed mantuvo la tasa de referencia en el rango 3.50%-3.75% por tercera reunión consecutiva y confirmó que la política monetaria se guiará en base a la publicación de datos, cómo evolucionan las perspectivas y el balance de riesgos. Queda ver cómo el cambio de liderazgo afectará las decisiones del Fed, en la medida en que Kevin Warsh asuma como presidente de la

Durante abril la curva de tasas continuó con un *bear flattening*, es decir un alza con aplanamiento, dada la subida de mayor magnitud en la parte más corta de la curva. La tasa del bono del Tesoro a 2 años subió en el último mes casi 20 pbs. hasta 3.99% mientras la 10 de años saltó 10 pbs. hasta 4.45%. En la medida en que cese el conflicto habría espacio para que la curva vuelva a empinarse dada, principalmente, por la preocupación sobre el financiamiento fiscal.

A nivel político, el gobierno de Trump pierde popularidad en la medida que se alarga la guerra con Irán y la tregua se torna inestable. La comunicación errática del mandatario eleva la incertidumbre sobre el fin de la guerra afectando no solo los mercados financieros si no también las encuestas acerca de las *mid term*, donde los demócratas podrían tomar el control tanto de la Cámara de Representantes como del Senado. En adelante, Trump debería moderarse y reorientar su agenda a lo doméstico. Estos comicios serán especialmente relevantes para evaluar la capacidad de avanzar en reformas estructurales y el nivel de apoyo político que tendrá la administración durante la segunda mitad del mandato.

Durante abril, el S&P 500 se recuperó de las pérdidas de marzo, impulsado principalmente por el sector tecnológico: el S&P500 subió 10.4% y el Nasdaq100 15.6%, llegando ambos a nuevos máximos históricos. A pesar del deterioro de las perspectivas económicas, el sector corporativo se mantiene sólido a la vez que se deberían comenzar a la capitalizar las ganancias de productividad de la inteligencia artificial. Para este 2026 se espera que el crecimiento de utilidades se acelere a 22% desde 16% en 2025, dato que fue corregido al alza en el último mes. El crecimiento de utilidades será impulsado por el sector de tecnología, materiales y energía. A la fecha ha reportado un 90% de las empresas del S&P500 sus resultados del primer trimestre, con un crecimiento de utilidades en torno a 25% interanual, el registro más alto desde fines de 2021 y el sexto trimestre consecutivo con crecimiento de doble dígito.

Con las ganancias de abril – y que han continuado en mayo- las valorizaciones se encarecen. La razón P/U *fwd.* del S&P500 deja de transar con descuento para transar en línea con el promedio de 5 años de 22 veces. Las valorizaciones

también se elevan tanto en el estilo *value* como *growth*, transando estas últimas en niveles justos, mientras que las de *small caps* también se ubican en torno al promedio.

En cuanto a flujos, según EPFR las acciones estadounidenses lideraron las entradas acumuladas en 2025, con flujos que continuaron llegando a pesar la guerra en Medio Oriente. En las últimas 6 semanas se ha observado un ingreso de flujos netos.

En línea con ser un mercado autosuficiente en materia energética y dada la fortaleza económica y corporativa, valorizaciones que se mantienen justas y entrada sostenida de flujos se mantiene el largo en *large cap value*, *growth* y en *small caps*.

JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight*

En abril el mercado accionario japonés (MSCI Japón) rentó USD 9.1%, mientras que el Nikkei —con mayor exposición al sector tecnológico— avanzó USD 17.9%. Esto impulsado por una mejora en el apetito por riesgo global y un sólido comportamiento del sector tecnológico. En línea con lo anterior, y con el positivo desempeño de abril las valorizaciones P/U *fwd.* se encuentran transando sobre su promedio histórico de 5 y 10 años.

Durante abril se observaron entradas a ETFs de acciones japonesas, junto con una significativa demanda por parte de inversionistas extranjeros. En efecto, los flujos hacia renta variable alcanzaron USD 26.1 bn en el mes (según la Tokyo Stock Exchange, TSE), reflejando un renovado apetito y entregando soporte adicional al desempeño accionario.

Desde una perspectiva macroeconómica, la actividad mostró señales de mayor dinamismo, con una producción industrial que se aceleró 2.3% anual en marzo (0.4% anterior), en parte impulsado por un aumento precautorio en la producción ante la incertidumbre en las cadenas de suministro global. En la misma línea, el PMI manufacturero registró 54.9 pts. un aumento respecto del mes anterior consistente con este comportamiento.

El consumo mostró señales de recuperación en marzo, las ventas minoristas se aceleraron, registrando una variación interanual de 1.7%, explicada principalmente por una mayor demanda de autos y fármacos. Sin embargo, el componente de combustibles mostro una disminución respecto del mes anterior a pesar de los subsidios entregados por el gobierno.

En el sector externo, las exportaciones de marzo se aceleraron 11.7% anual (4.0% en febrero), más de lo previsto por el mercado, favorecidas por una mayor demanda proveniente de China, producto de una normalización luego de las festividades. En el mismo mes las importaciones se aceleraron 10.9% anual (10.3% en febrero) por mayores compras de bienes tecnológicos e industriales, aunque con una caída de las importaciones energéticas. Lo anterior, contribuyó parcialmente a mitigar las presiones sobre la balanza comercial, en un contexto donde Japón continúa siendo altamente dependiente a la energía importada.

A pesar de lo anterior, las perspectivas de crecimiento económico han sido corregidas marginalmente a la baja para 2026 de 0.8% a 0.7%, lo que se traduce en una desaceleración de la economía respecto del crecimiento de 1.1% en 2025. Este ajuste refleja un escenario externo más desafiante en línea con la incertidumbre geopolítica y el impacto de mayores costos energéticos.

Durante marzo, la inflación anual se ubicó en 1.5%, levemente por sobre la expectativa de mercado (1.4%). Si bien se mantiene dentro del rango objetivo del Banco de Japón (BoJ), se observa una incipiente aceleración, explicada principalmente por el componente de alimentos y, en menor medida, por los precios energéticos, contenidos parcialmente por los subsidios gubernamentales. En este contexto, y en línea con una postura más cautelosa, el BoJ decidió mantener la tasa de política monetaria en 0.75% en su reunión de mayo, al tiempo que elevó su proyección de inflación subyacente para el año fiscal a 2.8% (desde 1.9%). No obstante, el aumento de las presiones inflacionarias importadas plantea desafíos para la sostenibilidad de la política fiscal expansiva impulsada por Takaichi. A pesar de ello, el mercado continúa anticipando dos alzas adicionales de tasas hacia 2026.

La persistente debilidad del yen, que se ha depreciado 7.4% frente al dólar en el último año, llevó a las autoridades a intervenir en el mercado cambiario a inicios de mayo con el objetivo de contener movimientos desordenados de la moneda. Si bien esta intervención actuó como un factor de estabilización transitoria —con una apreciación de 1.5% en los días posteriores—, el yen retomó posteriormente su tendencia depreciativa, acumulando una caída de 0.1% al 11 de mayo. Este comportamiento se da en un contexto donde los fundamentos subyacentes permanecen débiles, producto del diferencial de tasas con Estados Unidos y el persistente shock energético asociados al alza del petróleo.

A pesar del positivo desempeño accionario, que Japón sigue ofreciendo un relato atractivo apoyado en estabilidad política, reformas estructurales y cuenta con interés de los inversionistas globales, ligado al dinamismo del sector tecnológico, hay factores que llevan a tomar una postura de cautela. Junto con la desaceleración en las perspectivas de crecimiento, los riesgos asociados al precio del petróleo, la sostenibilidad fiscal y la persistente incertidumbre geopolítica, **se opta por mantener una posición *underweight* en acciones japonesas**, reconociendo un balance riesgo–retorno más favorable que en otros mercados, pero con alta sensibilidad al conflicto en Medio Oriente.

SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm, neutral China y Asia EM ex China

Los mercados emergentes retomaron su *outperformance* respecto a desarrollados en abril, pero particularmente concentrado en economías asiáticas, de la mano del *risk-on* generalizado a nivel global, que se concentró en acciones tecnológicas. Durante el mes, y al inicio de mayo, el conflicto en el Medio Oriente parece perder intensidad, permitiendo que los mercados retomen sus tendencias alcistas. Los elevados niveles de liquidez son particularmente beneficiosos para economías que se encuentran subponderadas en portafolios globales, como es el caso de mercados emergentes, y que además ofrecen descuento en términos de valorizaciones respecto a economías avanzadas.

AMÉRICA LATINA: SE MANTIENE OW

En América Latina, la lejanía geográfica respecto del conflicto en Medio Oriente todavía la posiciona como una región que está sujeta a menor impacto ante una escalada de éste. A su vez, la menor ponderación del sector tecnológico en el índice accionario lo posiciona como una región que se seguirá favoreciendo de una rotación y desconcentración de las inversiones, a la vez de ser productores de *commodities*, cuyas perspectivas se mantienen positivas. En particular, la inversión en infraestructura de Inteligencia Artificial derivará en una mayor demanda energética, que requerirá de metales industriales exportados por América Latina.

En **Brasil**, el mercado se quedó rezagado en abril y el Bovespa subió USD 4.3%, de la mano de un real que se apreció 4.5% en el mes. Tanto las acciones como la moneda del país fueron activos bastante resilientes durante la corrección en

marzo, y por ende, en medio de este mayor apetito por riesgo se quedaron algo rezagados. Tras la apreciación del real, el Banco Central pareció incomodarse y compró dólares en el mercado de futuros por primera vez en más de una década, sugiriendo que la autoridad se siente cómoda con un tipo de cambio de ~R 4.9 por dólar. En un contexto de mayores presiones inflacionarias a nivel global, el Banco Central se vio obligado a adoptar una postura más cautelosa y en su reunión de abril volvió a bajar la tasa Selic en 25 pbs., dando a entender que, si la incertidumbre global no se disipa, este será el ritmo de bajas que marcará el ciclo. Por el lado de la inflación, en abril se aceleró hasta 4.4% anual, pero en línea con lo esperado y se proyecta se ubique en 4.9% al cierre del año. De todas maneras, a 2028 las expectativas apuntan a 3.6% según la encuesta Focus. La actividad sigue dando señales de desaceleración, con un mercado laboral más holgado, en tanto la tasa de desempleo subió en marzo a 6.1%. Las perspectivas de crecimiento apuntan a una expansión de 1.9% del producto este año, que estará apoyada en un superávit comercial importante, con cifras de comercio exterior que alcanzaron un récord en abril (para dicho mes del año), de la mano del alza en el precio del petróleo. Pasando a la política, las encuestas siguen apuntando a un empate técnico entre Lula y Flavio Bolsonaro en una eventual segunda vuelta, en tanto el Partido de los Trabajadores podría estar barajando alternativas para reemplazar al presidente en la carrera. Por otro lado, el mandatario se reunió con su par estadounidense a inicios de mayo, lo que refuerza el renovado interés de parte de EE.UU. por las economías de la región. Así, estas conversaciones apuntaban a resolver algunas materias comerciales, así como discutir una eventual inversión estadounidense en minerales críticos y datacenters. Por otro lado, en lo más reciente vimos dos señales de mayor rechazo del Congreso al ejecutivo, en tanto se anuló el veto presidencial que evitaba que se redujera la pena de Bolsonaro, a su vez que rechazó la nominación de un nuevo miembro a la Corte Suprema presentado por Lula, hecho que no ocurría hace más de 100 años. Pasando al mercado, se siguen observando entradas de flujos al conjunto de fondos e ETFs, en tanto según EPFR estas clases de activo han recibido USD 5,168 millones en lo que va del año (al 6 de mayo). Con el buen desempeño del mercado, las valorizaciones se han ajustado, pero siguen transando 0.5 desviaciones estándar bajo el promedio de 10 años en la razón P/U *fwd*. Por el lado de los reportes corporativos del primer trimestre, más del 70% de las compañías del Bovespa han reportado, mostrando sorpresas positivas tanto en ventas como utilidades, al igual que crecimiento de doble dígito en ambas líneas. De esta manera, los activos brasileños han mostrado un *outperformance* con respecto al resto del mundo en lo corrido del año, y a pesar de que el escenario se ve equilibrado y la volatilidad está relativamente baja, históricamente de cara a elecciones la situación presiona los precios de las acciones. En este sentido, **se decide disminuir marginalmente la sobreponderación en acciones de Brasil.**

En México, el IPC Mexbol mostró una recuperación parcial durante abril al subir cerca de ~ USD 1.5%, aunque nuevamente quedó rezagado frente a pares emergentes y desarrollados. En lo macroeconómico, los últimos antecedentes continúan reflejando un panorama desafiante para la economía; por un lado, el PIB del primer trimestre se desaceleró hasta apenas 0.1% anual (1.6% trimestre anterior), reflejando una economía prácticamente estancada. En este escenario, los principales motores de crecimiento arrancaron el año con debilidad, con un consumo privado que hiló dos meses de caída en febrero, mientras que la inversión fija acumuló 18 meses en terreno negativo. Lo anterior ha reforzado la percepción de una economía entrando en una zona de estanflación, donde el crecimiento continúa bajo el potencial mientras la inflación permanece sobre la meta y aún presionada por alimentos y combustibles. En línea con esto, la última encuesta de Citi revisó a la baja las expectativas de crecimiento para 2026 hasta ~1.2% (1.4% encuesta anterior), mientras que las proyecciones de inflación para el cierre de este año y 2027 continuaron corrigiéndose al alza hasta 4.4% y 3.8%, respectivamente, retrasando nuevamente la convergencia hacia la meta de 3% del Banxico. Pese a este panorama, la entidad continuó con su ciclo expansivo al recortar la tasa de interés en 25 pbs. hasta 6.50%, nivel que se espera se mantenga por el resto de 2026, finalizando así el ciclo de recortes iniciado en 2024. Por el lado político,

persisten las tensiones con EE.UU. en medio del proceso de revisión del T-MEC previsto para julio, luego de que la Fiscalía de Nueva York solicitara la extradición de Rubén Rocha Moya, gobernador oficialista de Sinaloa, por presuntos vínculos con el narcotráfico, aumentando el ruido sobre las decisiones de inversión y la materialización del *nearshoring*. A nivel interno, el deterioro económico también ha comenzado a impactar el frente político, con un aumento en la desaprobación de la presidenta Sheinbaum ante mayores preocupaciones respecto a corrupción, seguridad e inflación. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ajustadas en torno a su promedio de 5 años, mientras que en materia de flujos se observaron salidas por ~2.1% del AUM desde el principal ETF del país. Sin embargo, la temporada de reportes corporativos mostró perspectivas empresariales aún resilientes, y se observó un crecimiento tanto en ventas como utilidades de las compañías del Mexbol, así como sorpresas positivas. Así, si bien una eventual tregua en Medio Oriente podría favorecer el apetito por riesgo, junto con perspectivas corporativas todavía favorables, el deterioro macroeconómico en la antesala de la revisión del T-MEC sugiere mantener una postura cautelosa, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

La **bolsa chilena** volvió a brillar en abril, tras un par de meses con desempeño negativo, y el IPSA subió USD 5.1%, mostrando un desempeño más positivo que los pares de la región. Debido al retorno del apetito por riesgo, durante abril se revirtió el deterioro de los términos de intercambio que se había plasmado en el peso chileno, producto del aumento del precio del petróleo y la caída del cobre. Por el lado económico, el IMACEC de marzo volvió a contraerse y nos da una estimación de un primer trimestre en el que la economía se habría contraído un 0.3% anual, negativamente incidida por la industria y la minería, mientras que el comercio y los servicios crecieron en doce meses, en tanto trimestralmente (desestacionalizado) solo el sector de servicios habría anotado rendimiento positivo. Esto ha llevado al mercado a revisar a la baja las expectativas de crecimiento, previendo una expansión de 2.0% para este año. A pesar de esta desaceleración, no es una caída abrupta, pero logró que la inflación de abril se ubicara por debajo de lo esperado, registrando 4.0% anual, y la sin volátiles en 3.4% en doce meses. La mayor parte del salto en el precio de las gasolinas estaría internalizado, sin embargo, los efectos de segunda vuelta llevarán a que la inflación se ubique sobre 4.0% el resto del año, y se encamine de nuevo a la meta de 3.0% durante 2027. Por el lado del mercado, los flujos se mantuvieron marginalmente negativos durante abril, y se observó una salida neta de USD 2 millones del conjunto de ETFs. Las valorizaciones siguen transando en niveles justos, y en lo que va de la temporada de reportes corporativos, más del 70% de las compañías ha publicado sus resultados del primer trimestre, anotando tanto crecimientos como sorpresas positivas en ventas y utilidades. Pasando a la política, tras una caída en la popularidad del gobierno actual, en la última semana se vio un alza marginal hasta una aprobación presidencial hasta 42%. Durante abril, el ejecutivo ingresó un proyecto de reconstrucción nacional que implica una serie de cambios tributarios, y otros para acelerar el crecimiento económico y la inversión. Tras la aprobación de la idea de legislar, se ingresaron más de mil indicaciones, lo que sugiere que la tramitación no será expedita. Si bien el proyecto ha levantado ciertas alertas fiscales, no son alarmantes y el mercado no ha reaccionado de manera negativa. De esta manera, tras el buen desempeño de la bolsa chilena, el escenario se torna más desafiante hacia adelante, y considerando la falta de flujos y valorizaciones ajustadas, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones chilenas.**

En **Colombia**, el Colcap retrocedió USD 4.4% en abril, siendo uno de los pocos mercados accionarios a nivel global que cerró el mes en terreno negativo. Por el lado macro, el Banco de la República (BanRep) revisó a la baja el crecimiento esperado para 2026 desde 2.6% a 2.4%, reflejando una economía que mantiene cierta resiliencia en el consumo privado -apoyado por el aumento del salario mínimo y un mercado laboral aún sólido-, aunque con debilidad persistente en inversión y sectores productivos. En materia de precios, la inflación de abril se aceleró hasta 5.6% anual, alcanzando su

mayor nivel desde septiembre de 2024 y reafirmando que el balance de riesgos continúa claramente sesgado al alza. En este contexto, el BanRep proyecta una inflación de cierre de año de 6.4% (subyacente 6.3%), aún muy por encima del rango meta, en un escenario marcado por persistencia inflacionaria en servicios, traspaso salarial y riesgos asociados a mayores precios de alimentos y energía, incluyendo un potencial evento del fenómeno del Niño durante el segundo semestre. Asimismo, las preocupaciones fiscales y externas continúan elevadas, con un fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de consumo que refleja un exceso de demanda interna, mientras el déficit comercial permanece elevado y las remesas muestran señales de desaceleración. En este contexto, si bien durante abril el Banco de la República sorprendió al mantener la tasa de referencia en 11.25% pese a que el mercado esperaba un alza, las minutas evidenciaron una fuerte división interna y crecientes dudas sobre la institucionalidad del proceso decisorio, mientras el mercado continúa anticipando nuevas alzas de tasas durante el resto del año, que podrían llevarla hacia niveles cercanos a 12.00% a cierre de 2026. En el plano político, las elecciones presidenciales del próximo 31 de mayo continúan elevando la incertidumbre del mercado. Iván Cepeda ha seguido ganando popularidad y hoy se perfila como el principal candidato presidencial, liderando las encuestas con cerca de 38.5% de intención de voto en primera vuelta. En contraste, Paloma Valencia ha perdido tracción, mientras que Abelardo de la Espriella ha ganado terreno y tendría mayores probabilidades de avanzar a un eventual balotaje. Sin embargo, un escenario de segunda vuelta entre Cepeda y de la Espriella luce más favorable para el oficialismo que uno frente a Valencia, aumentando la cautela del mercado. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ajustadas al cotizar sobre su promedio de 5 años en el ratio de P/U *fwd.*, mientras que en materia de flujos se registraron *inflows* netos equivalentes a 1.9% del AUM del conjunto de ETFs del país en el último mes. Así, considerando el deterioro del balance macroeconómico, el aumento de la incertidumbre política e institucional y una creciente probabilidad de continuidad oficialista de cara a las elecciones del 31 de mayo **se decide llevar a *underweight* desde neutral la posición en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** retrocedió USD 3.0% durante abril, acumulando así su segundo mes consecutivo de caídas ante una creciente incertidumbre política. Por el lado macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia, con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) elevando su proyección de crecimiento para 2026 hacia 3.2%, apoyado en una recuperación de la inversión privada y un mayor dinamismo de la construcción. Sin embargo, el panorama inflacionario se ha deteriorado: la inflación de Lima se aceleró hasta 4.0% anual en abril -su mayor nivel desde octubre de 2023-, mientras la inflación subyacente alcanzó 4.5% anual, reflejando persistentes presiones en servicios y transporte en un contexto de demanda interna aún sólida, riesgos asociados a El Niño y mayores precios de energía. En este contexto, el MEF revisó al alza su proyección de inflación para cierre de 2026 por sobre el 3.0%, mientras el mercado ha comenzado a moderar las expectativas de recortes de tasas e incluso no descarta un sesgo más restrictivo por parte del Banco de la Reserva (BCRP), aunque la tasa de referencia se mantendría en 4.25% durante los próximos meses. Asimismo, si bien el déficit fiscal proyectado para 2026 se mantiene relativamente contenido en torno a 1.8% del PIB, persisten dudas respecto al cumplimiento de las reglas fiscales ante mayores presiones de gasto y nuevos proyectos legislativos, incluyendo potenciales retiros adicionales de fondos previsionales. En el plano político, Roberto Sánchez y Keiko Fujimori avanzan oficialmente a la segunda vuelta presidencial del próximo 7 de junio tras un conteo electoral que se extendió por cerca de un mes y una definición extremadamente estrecha frente a Rafael López Aliaga, quien denunció fraude electoral y llamó a desconocer parcialmente los resultados, elevando aún más la incertidumbre política e institucional. Las encuestas para el balotaje muestran además una carrera altamente polarizada y prácticamente empatada entre Sánchez y Fujimori, aunque el mercado continúa percibiendo mayores riesgos para los activos peruanos ante un eventual triunfo de Sánchez, considerando sus propuestas de reforma constitucional, mayor intervención estatal y cambios en el sector minero. No obstante, el retorno de la bicameralidad -donde la derecha se perfila mejor posicionada- podría actuar como

un contrapeso institucional relevante, reduciendo parcialmente el riesgo de medidas más extremas como las observadas durante el ciclo político de 2021. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan ajustadas al cotizar sobre su promedio de 5 años en el ratio de P/U *fwd.*, mientras que en materia de flujos se observaron entradas marginales al principal ETF del país durante el último mes. Así, pese a la resiliencia de la actividad económica en un entorno global ruidoso, el deterioro en materia de precios junto a una segunda vuelta presidencial incierta nos lleva a **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval retrocedió USD 5.6% durante abril, desacoplándose tanto de mercados desarrollados como emergentes. Desde el frente macroeconómico, las señales continúan siendo mixtas en el marco del “trilema” que enfrenta el gobierno de Javier Milei. Por un lado, el Banco Central (BCRA) mantuvo un sólido ritmo de acumulación de reservas, con compras por más de USD 7,000 millones en lo que va del año, mientras el reciente contexto global de *risk-on* -tras las emisiones soberanas de Bolivia y Ecuador- volvió a abrir una potencial ventana de mercado para Argentina, especialmente ante una compresión del riesgo país EMBI hacia niveles cercanos a 500 pbs. (496 pbs. al 11/05). Asimismo, la actividad mostró cierta mejora en marzo tras un inicio de año débil, con señales de rebote en industria y construcción, aunque el escenario base, de acuerdo con el último de Revelamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA, continúa apuntando a un crecimiento moderado cercano a 3.0% para 2026. Sin embargo, la recuperación sigue siendo heterogénea, impulsada principalmente por sectores transables como agro, energía y minería, mientras el consumo permanece débil y los salarios reales continúan deteriorándose, particularmente en el sector público. En materia inflacionaria, el proceso de desinflación continúa gradualmente, con indicadores adelantados sugiriendo una inflación mensual cercana a 2.5% en abril (3.4% mes previo) y expectativas de inflación en torno a 30.5% anual para cierre de 2026, aunque la nominalidad sigue elevada y limita el margen para una relajación monetaria más agresiva. Por otro lado, en el plano político comienzan a consolidarse señales de desgaste del gobierno. El Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) cayó 12.1% mensual en abril, marcando su cuarto retroceso consecutivo, mientras la desaprobación de Javier Milei superó el 54% y aumentan las preocupaciones por inflación, corrupción y empleo en un contexto de recuperación económica percibida como desigual. Este escenario, junto al creciente ruido político asociado al caso Adorni y al *criptogate* \$LIBRA, comienza a erosionar gradualmente el capital político del oficialismo y a posicionar tempranamente el foco sobre las elecciones presidenciales de 2027. Por el lado del mercado, en abril se registraron salidas netas por 11.0% del AUM del principal ETF del país, reflejando una toma de utilidades y mayor cautela por parte de inversionistas extranjeros. Así, si bien la mejora en reservas, la estabilidad fiscal y una potencial reapertura del acceso a mercados internacionales continúan siendo factores de apoyo relevantes para los activos argentinos, estos conviven con una recuperación económica aún incompleta, presiones sociales crecientes y un deterioro gradual del frente político, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantiene posición neutral

El **mercado chino** registró un *underperformance* durante abril respecto de pares asiáticos, avanzando USD 3.6% (índice MSCI), en un contexto de flujos persistentemente desfavorables hacia la renta variable. El conjunto de ETFs vinculados a acciones chinas registraron salidas netas equivalentes a 38.2% del AUM durante el mes, y entre inversionistas internacionales, China continúa siendo posición subponderada dentro de los portafolios globales. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan por debajo de sus promedios de 5 y 10 años (P/U *fwd.*), exhibiendo atractivo en términos históricos.

Un 88.7% de las compañías han reportado sus resultados corporativos del primer trimestre, sin embargo, los resultados se situaron bajo lo esperado por el mercado, con sorpresa negativa en utilidades. A pesar de lo anterior, el crecimiento tanto en ventas como en utilidades es positivo, 5.2% y 7.3% respectivamente. De esta forma, las expectativas de crecimiento de utilidades han sido revisadas al alza en el último mes y se espera un crecimiento de 12.9% en 2026, por debajo de otros emergentes asiáticos, que en su conjunto se espera un 64.1%.

Durante la segunda semana de mayo se reunirán los presidentes Xi Jinping y Donald Trump en territorio chino. Se espera que las conversaciones incluyan la mantención de una “tregua” temporal tanto en la guerra comercial como en la tecnológica, lo que reduciría el riesgo de nuevas alzas arancelarias o restricciones a la exportación y uso de tecnología. La estabilidad en la relación bilateral beneficia a ambos países, ya que cada uno enfrenta importantes presiones internas. En este contexto, se anticipa una reunión más enfocada en preservar el equilibrio actual que en lograr avances sustantivos en los temas más conflictivos.

El crecimiento económico de China durante el primer trimestre del año mostró un desempeño positivo, superando las expectativas del mercado. El PIB creció un 5.0% anual, por encima del 4.8% esperado, impulsado principalmente por un mejor desempeño de la actividad industrial, mientras que el consumo interno continúa débil. En este contexto, las ventas minoristas se desaceleraron en marzo a 1.4% anual, bajo lo anticipado, en línea con una menor magnitud de subsidios gubernamentales. Si bien el consumo evidenció cierta recuperación tras las festividades, esta respondió principalmente a estímulos transitorios y no a una mejora estructural de la demanda interna.

Por el lado de la oferta, la producción industrial se aceleró a 5.7% anual en marzo, superando las expectativas del mercado. Asimismo, los PMIs de RatingDog mostraron una mejora en abril respecto de marzo, con el PMI manufacturero aumentando a 52.2 puntos (vs. 50.8 en marzo) y el de servicios a 52.6 puntos (vs. 52.1), reflejando un mayor dinamismo asociado a nuevas órdenes de exportación, incremento de pedidos totales y apertura de nuevos negocios.

En el sector externo, las exportaciones se aceleraron en abril y crecieron 14.1% anual (vs. 2.5% en marzo), superando las expectativas, pese a las disrupciones en el transporte derivadas del conflicto geopolítico. Este desempeño estuvo impulsado por exportaciones tecnológicas, particularmente vinculadas a inteligencia artificial, y por un adelanto de envíos (“*front loading*”) ante riesgos de mayores interrupciones en las cadenas de suministro. Por su parte, las importaciones se desaceleraron menos de lo esperado, apoyadas en una sólida demanda por chips y componentes tecnológicos avanzados. En cuanto a las importaciones de petróleo, estas aumentaron en valor respecto al mismo mes del año anterior, explicado principalmente por el efecto precio, ya que el volumen importado cayó cerca de 20%.

Con el aumento en los precios del petróleo, China ha comenzado a salir del escenario deflacionario que ha caracterizado a su economía en los últimos meses. Durante abril, la inflación se aceleró a 1.2% anual, superando las expectativas del mercado, impulsada principalmente por mayores precios de los combustibles. No obstante, en un contexto de demanda tanto interna como externa aún debilitada, este repunte inflacionario —originado por factores de costos— podría traducirse en mayores presiones sobre los costos industriales, afectando negativamente los márgenes corporativos, la inversión y, en última instancia, las perspectivas de crecimiento económico.

Si bien el panorama relacionado a la producción mejora, las perspectivas macroeconómicas a futuro siguen débiles y el consumo interno no despega. En un contexto de alta incertidumbre, donde no se espera un gran avance posterior a la

reunión entre Trump y Xi Jinping, y por último la falta de catalizadores en el mercado, **se decide por mantener la posición neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición neutral

Los mercados de Asia Emergente ex China mostraron un desempeño heterogéneo en un contexto marcado por el cese al fuego entre Irán y EE.UU., aunque con riesgos latentes que incluyen shocks en los precios del petróleo, disrupciones en las cadenas de suministro, mayores presiones inflacionarias y efectos negativos sobre el crecimiento económico. Al mismo tiempo, los mercados financieros continúan operando cerca de máximos históricos, mientras la innovación tecnológica sigue actuando como un contrapeso relevante a la incertidumbre. En este entorno, las economías con mayor exposición al ciclo tecnológico, como Corea del Sur y Taiwán, continuaron mostrando un fuerte dinamismo, impulsado por la demanda estructural asociada a la inteligencia artificial, con mejoras en expectativas de utilidades y entradas de flujos. Parte de este rebote también responde a la corrección observada en marzo, que permitió un alivio en las valorizaciones y generó un punto de entrada más atractivo para el sector tecnológico en ambas economías. Por el contrario, la combinación de disrupciones energéticas y fenómenos climáticos -como El Niño-, ha intensificado las presiones inflacionarias y moderado la actividad en varias economías, particularmente en el Sudeste Asiático. Si bien el *momentum* asociado a la tecnología y a la inteligencia artificial se mantiene con fundamentos intactos y continuaría apoyando a economías como la surcoreana y la taiwanesa, **se opta por mantener una posición neutral en el segmento de Asia Emergente ex China.** Esta postura más cauta responde a menores perspectivas de crecimiento, mayores presiones inflacionarias y un escenario de tasas de interés que podrían mantenerse elevadas por más tiempo.

El **mercado accionario indio** registró un *underperformance* frente a sus pares emergentes en abril (USD ~ 8.6% en el MSCI), en línea con la recuperación de otros mercados tras el alto al fuego entre Irán y Estados Unidos, India continúa mostrando vulnerabilidad a shocks externos. Si bien en los últimos años ha reducido su exposición energética al Medio Oriente e implementado iniciativas como Atmanirbhar 2.0 —orientadas a fortalecer la capacidad energética doméstica—, la estrecha relación comercial con la región, tanto por el lado de las importaciones como de las exportaciones, mantiene una elevada sensibilidad a eventos geopolíticos. A esto se suma una alta exposición al fenómeno de El Niño, que genera condiciones climáticas adversas y afecta la producción agrícola, con implicancias sobre el mercado laboral, la inflación y el crecimiento. En este contexto, durante marzo se observó una contracción interanual del comercio exterior, con caídas de 6.5% en importaciones y 7.4% en exportaciones, mientras que la combinación de disrupciones energéticas y riesgos climáticos configura un panorama económico más desafiante, caracterizado por presiones inflacionarias y una moderación del crecimiento. Desde el punto de vista macroeconómico, las proyecciones de crecimiento económico fueron levemente revisadas a la baja posterior al inicio del conflicto y se espera que crezca un 7.5% este año y se prevé una desaceleración a 6.7% para 2027. La inflación de marzo se aceleró a un 3.4% anual, tal como esperaba el mercado por aumentos en los precios de los combustibles y se encuentra dentro del rango meta del Banco Central. Respecto a la oferta, la producción industrial de marzo se desaceleró menos de lo esperado por el mercado (4.1% YoY v/s 2.7% YoY esperado), obstaculizada por el aumento en los precios de la energía y de otras materias primas. A diferencia de lo anterior, el PMI manufacturero de abril mostró un avance a 55.9 pts. desde 53.8 en marzo, por el crecimiento de nuevos pedidos y por una respuesta activa ante la incertidumbre venidera derivada del conflicto. En términos de valorizaciones, el mercado indio transa con descuento, con una razón P/U *fwd.* por debajo de su promedio de 5 y 10 años, y a una desviación estándar en el primer caso, además de mostrar descuento relativo respecto de economías otras economías emergentes. Durante abril se vieron salidas de flujos desde el principal ETF por 18.9% del AUM y las expectativas de

crecimiento de las utilidades fueron corregidas marginalmente a la baja. En lo que va de la temporada, el 60% de las compañías ha presentado sus resultados del primer trimestre, mostrando sorpresas positivas en las ventas, sin embargo, no en las utilidades de las empresas. En ese sentido, se ha visto un crecimiento en las ventas de 10.3%, y de menor magnitud en las utilidades. En este contexto, a pesar del carácter históricamente defensivo del mercado indio —al no estar directamente expuesto a la narrativa global de tecnología e inteligencia artificial— se ha observado un deterioro del mercado, con salida de flujos, pérdida de *momentum* y menores utilidades esperadas. Por esta razón, **se decide mantener una exposición neutral en acciones indias.**

Corea del Sur registró un mercado *outperformance* en abril (USD ~ 29% en el MSCI), retomando la trayectoria observada a inicios de año, llegando a acumular una rentabilidad YTD de USD ~ 82% (índice MSCI) impulsada por la fuerte demanda asociada a inteligencia artificial. Esto se explica por el alivio parcial de las tensiones en Medio Oriente, la depreciación del dólar y el fuerte impulso global asociado a la IA. Las valorizaciones se encuentran transando con descuento en términos de P/U *fwd.*, ubicándose aproximadamente una desviación estándar por debajo de sus promedios de 5 y 10 años. Durante abril se moderaron las entradas de flujos hacia ETFs, aunque las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas al alza para 2026, proyectándose un crecimiento de 232.7%. En lo que va del primer trimestre, el 73% de las compañías del índice han reportado sus resultados, donde se destacan sorpresas positivas tanto en ventas como en utilidades. En la misma línea, si bien se ha reportado un crecimiento en las ventas de 33.4%, el crecimiento de las utilidades destaca de manera positiva siendo un 212.6%, principalmente ligado al desempeño de las empresas del sector tecnológico, que reportan un crecimiento conjunto de 470.8% en sus utilidades. En el frente macroeconómico, la actividad se aceleró a una variación interanual de 3.6% en el primer trimestre, impulsada principalmente por el dinamismo del comercio exterior, favorecido por la demanda de memorias. En línea con lo anterior, durante abril el superávit comercial superó las expectativas del mercado, con exportaciones creciendo 48.0% anual e importaciones 16.7% anual. En este contexto, el won coreano se apreció 2.6% en el período, superando el promedio de monedas emergentes, en línea con la ampliación del superávit de cuenta corriente. A nivel de actividad, la producción industrial se aceleró a 3.6% anual en marzo, desde una contracción de 2.3% en febrero, mientras que el PMI manufacturero aumentó a 53.6 puntos desde 52.6, reflejando la resiliencia de la economía surcoreana. Por su parte, la inflación de abril se aceleró a 2.6% anual desde 2.2%, en línea con las expectativas del mercado, y se anticipa una trayectoria al alza. En este escenario, caracterizado por incertidumbre global y riesgos tanto inflacionarios como de crecimiento, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 2.50% en su reunión de abril, reiterando un sesgo prudente para futuras decisiones. En consecuencia, no se anticipan cambios en la tasa durante el resto del año. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide mantener el OW en las acciones surcoreanas.**

El **mercado accionario taiwanés**, cerró abril con un *outperformance* respecto de Asia Emergente y del conjunto de mercados emergentes, registrando una rentabilidad de USD 24.4% (índice MSCI). Así, tras estos positivos desempeños, -atribuidos principalmente a *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company* (TSMC)-, las valorizaciones del mercado accionario taiwanés se encuentran transando con premio en la razón P/U *fwd.* respecto de su promedio de 5 y 10 años, y en torno a 2 desviaciones estándar en ambos casos. TSMC elevó su perspectiva de ingresos para 2026, esperando un crecimiento de más del 30% este año, luego de reportar un aumento del 58% en las ganancias impulsado por la fuerte demanda relacionada a la IA. En línea con lo anterior, durante abril se vieron entradas de flujos al principal ETF, alcanzando un 1.5% del AUM. Asimismo, las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 38% para 2026. Desde un punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia.

El crecimiento del primer trimestre alcanzó una expansión interanual de 13.7%, sustentado en la fortaleza de las exportaciones, la inversión y el consumo privado. En particular, las exportaciones de marzo registraron un crecimiento interanual de 61.8%, las órdenes de exportaciones de 65.9% y la producción industrial de 28.3%. Lo anterior, junto con el PMI manufacturero, que se ubicó en 55.3 puntos en abril (desde 53.3 en marzo), refuerza la solidez de la actividad económica. Por su parte, la inflación de abril se ubicó en 1.7% interanual, en línea con las expectativas del mercado y por debajo de la meta del Banco Central de Taiwán, lo que sugiere un espacio acotado para cambios en la tasa de interés en el corto plazo. Se espera que el mercado taiwanés muestre una mayor resistencia relativa frente a sus pares emergentes, beneficiado por la tendencia estructural asociada a inteligencia artificial y por mayores niveles de ingreso. En este contexto, dado el *momentum* accionario, perspectivas positivas sobre la temática global de inteligencia artificial y un panorama macroeconómico favorable **se decide llevar a OW la exposición en acciones taiwanesas desde una posición neutral.**

Las acciones **indonesias** mostraron un *underperformance* respecto a pares regionales. Así, las valorizaciones se ubican bajo sus promedios históricos de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. En abril se registraron entradas de flujos hacia el conjunto de ETFs; sin embargo, las proyecciones de utilidades han sido revisadas a la baja en el último mes y no se observó una recuperación similar a la de otros pares emergentes, con una caída de USD 5.1% en el índice MSCI durante el mes. El desempeño de abril se explica por la posición vulnerable del país, no solo frente al shock energético, sino también ante el fenómeno climático de El Niño. Desde el frente macroeconómico, el crecimiento del primer trimestre se aceleró a 5.6% anual, a pesar de las disrupciones energéticas, impulsado por un aumento récord de 22% en el gasto público. No obstante, se anticipa una moderación en el segundo trimestre, ante mayores riesgos a la baja asociados al fenómeno climático y a los efectos del conflicto en Medio Oriente. En el sector externo, las exportaciones de marzo se contrajeron 3.1% anual, mientras que las importaciones se desaceleraron a 1.5% anual. En cuanto a la actividad, el PMI manufacturero de abril cayó a 49.1 puntos, profundizando las señales de desaceleración y elevando las preocupaciones económicas. Por su parte, la inflación de abril se moderó a 2.4% anual por el impacto positivo de las medidas implementadas por el gobierno, ubicándose dentro del rango meta del Banco de Indonesia (1.5% - 3.5%). Sin embargo, el principal mandato de la autoridad monetaria es la estabilidad de la rupia, la cual se depreció 2.0% frente al dólar en abril, acumulando una caída de 3.9% en los últimos seis meses. En este contexto, se espera que el Banco de Indonesia implemente un alza en la tasa de interés en su reunión de mayo. Tomando en cuenta este escenario y un panorama macroeconómico más incierto producto de las tensiones geopolíticas y climáticas, **se decide mantener una posición *underweight* en acciones indonesias.**

El mercado accionario **tailandés** exhibió un *underperformance* frente a pares emergentes. Durante abril avanzó USD 3.5% (índice MSCI), y las acciones actualmente transan bajo promedio histórico de P/U *fwd*. En la misma línea, en abril se observaron salidas de flujos desde el conjunto de ETFs por 4.5% del AUM, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades fueron revisadas relativamente al alza, y se espera una caída de 1.5% para 2026. Por el lado macroeconómico, las proyecciones de crecimiento se mantienen bajo 2% para este año, sin señales claras de tracción. En marzo, el déficit comercial se acentuó, explicado por un aumento de las importaciones de oro, maquinaria y bienes de capital. Por otro lado, las exportaciones se aceleraron más de lo esperado, por un aumento hacia EE.UU. por menores aranceles. El deterioro de la balanza comercial, y debilidad del turismo, aumentan los riesgos de pasar de una cuenta corriente superavitaria a una deficitaria en el segundo trimestre. En términos de precios, la inflación interanual se aceleró a 2.9% en abril (desde -0.1% previo), reflejando el impacto del conflicto de Medio Oriente en los precios de la energía. En este marco, el gobierno eliminó el tope de precios al diésel, evidenciando la compleja disyuntiva entre proteger a los

hogares frente a mayores precios de la energía y preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si bien el control de precios fue una prioridad política durante años, el mayor costo fiscal ha profundizado el déficit del fondo de subsidios. De este modo, sin catalizadores macroeconómicos **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

EMEA

Las acciones **sudafricanas** rentaron en abril USD 4.2% (índice MSCI). Sin embargo, el desempeño relativo continuó rezagado frente a otros mercados emergentes, explicado principalmente por la debilidad del oro durante el mes, dada la alta correlación del mercado accionario con el metal precioso. En términos de valorizaciones, las acciones transan actualmente ajo promedios históricos de 5 y 10 años, y a más de una desviación estándar en la razón P/U *fwd*. En la misma línea, se observaron salidas de flujos desde el principal ETF, equivalentes al 2.8% de su AUM durante abril. En el plano macroeconómico, se espera una aceleración del crecimiento económico hacia 1.4% en 2026, desde 1.1% en el año previo, con una mejora adicional a 1.7% en 2027, apoyada principalmente en un mayor dinamismo de los sectores de minería y agricultura. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero de Sudáfrica subió a 51.6 pts. en abril, reflejando repuntes en producción y nuevos pedidos en un contexto de mayor demanda interna, mientras que las exportaciones mostraron debilidad. La inflación de marzo se ubicó en 3.1% anual, aunque se espera una aceleración a 4.3% en abril. Los riesgos de inflación importada han aumentado en el contexto de tensiones geopolíticas y mayores disrupciones en las cadenas de suministro. En este escenario, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) mantiene una postura cautelosa respecto de futuros movimientos de tasa, destacando no solo los efectos de los precios de la energía, sino también el alza en los precios de los fertilizantes, por lo que no se descarta un eventual aumento en la reunión de mayo. A pesar de ver valorizaciones atractivas, el aumento de la incertidumbre global e inminentes riesgos macroeconómicos **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** avanzaron en abril USD 12.8% (índice MSCI) sobre pares regionales, aunque aún rezagadas frente al agregado de mercados emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose frente al dólar, con una caída de 1.6% durante el mes y acumulando una pérdida de 5.0% en lo que va del año. El Banco Central de Turquía revirtió parcialmente la estrategia observada en marzo y comenzó a recomponer sus reservas de oro, tras las ventas realizadas previamente para sostener la moneda. Esto, junto con la entrada de flujos al principal ETF —equivalentes al 25.4% de su AUM— sugiere una cierta estabilización de las condiciones financieras. No obstante, se observa una pérdida de dinamismo económico con el conflicto geopolítico introduciendo riesgos adicionales para la economía. En primer lugar, se observa una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento económico para 2026, desde 3.5% a 3.2%. En segundo lugar, se han intensificado las presiones inflacionarias, con una inflación que alcanzó 32.4% interanual en abril, desde 30.9% en marzo. Este aumento estuvo impulsado principalmente por alzas en los precios de transporte —asociadas a la energía— y de vivienda. La persistencia de la inflación, junto con las presiones adicionales derivadas del conflicto en Medio Oriente, introduce desafíos en la hoja de ruta del Banco Central de Turquía, que originalmente contemplaba recortes de 150 pbs. durante el resto del año. En esta línea, S&P Global elevó su proyección de déficit de cuenta corriente para 2026 a 3.1% del PIB, desde 1.6% previamente. Por el lado del mercado, las valorizaciones se ubican sobre promedios históricos de 5 y 10 años en términos de P/U *fwd*. Además, las expectativas de utilidades han sido revisadas a la baja durante el último mes, y se espera que un crecimiento de 36.4% para 2026. En este contexto, y considerando un balance entre riesgos y factores de soporte macroeconómico, **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** cayó en abril USD 0.1% (índice MSCI). Si bien los elevados precios del petróleo han brindado soporte al mercado, tras el cese al fuego acordado entre EE.UU. e Irán en abril el precio del Brent cayó 4.1% durante el mes, aumentando los riesgos tanto para el mercado como económicos. A diferencia de otros pares de la región, Arabia Saudita cuenta con mayor flexibilidad logística gracias al uso de rutas alternativas, como el Mar Rojo, lo que mitiga parcialmente los riesgos asociados a disrupciones en el Estrecho de Ormuz. En esta línea, el país ha impulsado nuevas iniciativas de inversión en transporte y logística, incluyendo la expansión de la capacidad portuaria en el Mar Rojo, con el objetivo de fortalecer las cadenas de suministro. No obstante, el balance fiscal se deterioró de manera significativa, explicado por un aumento de 20% interanual en el gasto público, lo que llevó a una revisión al alza del déficit proyectado para 2026, hasta 4.9% del PIB. En este contexto, los “*twin deficits*” continúan representando una vulnerabilidad relevante, especialmente en un escenario de mayores tensiones geopolíticas y aumento del gasto en defensa y subsidios. A pesar de los riesgos asociados al conflicto, el PIB del primer trimestre se desaceleró menos de lo esperado, registrando un crecimiento interanual de 2.8%, explicado por una mayor resiliencia tanto del sector energético como del no energético. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan con descuento respecto de sus promedios históricos de 5 y 10 años en la razón P/U *fwd.*, mientras que las expectativas de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 24.6% para 2026. De esta forma, si bien el escenario geopolítico actual incrementa la incertidumbre en la región, las valorizaciones atractivas y el respaldo que representan precios del petróleo más elevados —aun considerando las disrupciones en el comercio— y un panorama macroeconómico débil se decide **mantener neutral las acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se lleva a neutral desde *overweight* la posición en *treasuries* de 2 años, se mantiene la subponderación en bonos de 10 años y de 30 años, y se aumenta la sobreponderación en TIPS

Durante abril, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense continuaron mostrando presiones al alza a lo largo de la curva, aunque con una magnitud menor a la observada en marzo. Este movimiento volvió a estar liderado por los tramos más cortos, que registraron incrementos superiores a los de los plazos largos, dando lugar a un nuevo aplanamiento de la curva y configurando un movimiento de *bear flattening*. La persistencia del conflicto en Medio Oriente -que se ha prolongado más de lo inicialmente anticipado- ha mantenido elevadas las expectativas de inflación, aunque éstas han corregido parcialmente los aumentos observados el mes previo. En este contexto, el mercado ha comenzado a incorporar con mayor fuerza el riesgo de un escenario de estanflación, lo que introduce mayor incertidumbre en la trayectoria futura de las tasas de interés.

En EE.UU., la actividad económica continúa mostrando resiliencia, aunque con señales de moderación. El PIB del primer trimestre se ubicó bajo las expectativas, pero el consumo se mantuvo sólido y la inversión mostró una mejora, impulsada por el auge asociado a la inteligencia artificial. Adicionalmente, se observó una contribución positiva del gasto de gobierno, explicada en gran parte por una baja base de comparación tras el cierre parcial de gobierno del trimestre previo. Aun así, las expectativas de crecimiento han continuado ajustándose a la baja, con el consenso de Bloomberg proyectando una expansión de 2.1% para este año, aún por sobre el potencial, pero por debajo del 2.5% estimado en marzo. La inflación volvió a acelerarse en abril, movimiento explicado en gran medida por el componente de energía, aunque la medida sin volátiles también sorprendió al alza, lo que sugiere que las presiones inflacionarias podrían comenzar a ampliarse más allá de los componentes más transitorios. Por su parte, el mercado laboral sorprendió positivamente, con una creación de empleo superior a lo esperado, acumulando dos meses consecutivos de generación

de puestos de trabajo por primera vez en los últimos doce meses, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo estable. En este contexto, y considerando la evolución reciente de los datos, la inflación vuelve a posicionarse como el principal riesgo a monitorear para la política monetaria.

En su reunión de abril -la última con Jerome Powell como *Chair*- el Fed decidió mantener sin cambios su tasa de referencia, en línea con lo anticipado por el mercado. Si bien no hubo sorpresas en la decisión, la minuta reflejó un tono más *hawkish* de lo esperado, con tres presidentes regionales manifestando su disidencia frente a mantener un mensaje de eventual flexibilización monetaria en el *statement*, lo que evidencia cierto grado de división al interior del comité. Por su parte, durante la conferencia de prensa, Jerome Powell ratificó su continuidad en el Fed como gobernador, aunque sin confirmar si completará su mandato en dicha función. De cara a la próxima reunión, se espera que Kevin Warsh sea ratificado como nuevo *Chair*, asumiendo la conducción del organismo, mientras que Powell mantendría su rol como gobernador con derecho a voto. Si bien aún no existe total claridad respecto de la orientación futura de la política monetaria bajo el liderazgo de Warsh, sus declaraciones sugieren una postura independiente en la conducción del organismo ante posibles presiones desde la actual administración.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro- registró una caída relevante en abril, volviendo a ubicarse bajo su promedio de 5 años tras el salto observado en marzo. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* de los bonos del Tesoro han moderado parcialmente las alzas registradas tras el fuerte repunte de marzo, aunque se mantienen en niveles elevados en términos relativos. Actualmente, los *breakevens* a 2, 5 y 10 años se ubican en 2.88%, 2.69% y 2.48% respectivamente (al 11 de mayo), evidenciando una mayor corrección en los tramos cortos, que habían alcanzado niveles particularmente altos el mes previo y continúan mostrando cierto desacople frente al resto de la curva. Por su parte, los plazos más largos han exhibido un ajuste más gradual, manteniendo una tendencia de alza persistente en el margen. Este comportamiento sugiere que el mercado sigue incorporando presiones inflacionarias hacia adelante, y que, progresivamente, podrían comenzar a reflejarse efectos indirectos o de segunda vuelta en los índices de precios, más allá del impacto inicial del componente energético. En línea con lo anterior, se aumenta la sobreexposición en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), con el objetivo de contar con protección frente a un eventual repunte inflacionario.

En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* se mantiene enfocado en privilegiar una menor exposición a duración, en un entorno donde la trayectoria de las tasas sigue siendo incierta y donde el premio por plazo no compensa adecuadamente el riesgo asumido, a pesar de las alzas observadas en los últimos meses. De esta forma, se conserva la subponderación en los tramos de 10 y 30 años, mientras que el tramo de 2 años se lleva a neutral desde *overweight*, considerando que el mercado no ha incorporado cambios relevantes en el escenario de política monetaria. En este sentido, no se observan señales claras que apunten a recortes de tasas en el corto plazo, y ante la falta de lineamientos más concretos por parte de la futura presidencia y sin reunión del Fed este mes, se mantiene un enfoque prudente. Finalmente, se aumenta la sobreponderación en instrumentos indexados a inflación (TIPS) como mecanismo de cobertura, ante el riesgo de sorpresas inflacionarias en un entorno donde las expectativas de precios continúan elevadas.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el UW

Durante abril, las tasas de interés de economías desarrolladas continuaron al alza a lo largo de la curva, aunque con una magnitud menor a de marzo. Este movimiento estuvo influido por una moderación parcial en las expectativas de inflación,

aunque aún se mantienen elevadas, particularmente en los plazos más cortos. En este contexto, los tramos cortos volvieron a liderar el aumento en tasas, incorporando un escenario de política monetaria más restrictiva, lo que dio lugar a un nuevo aplanamiento de la curva, configurando un movimiento de *bear flattening*. Adicionalmente, comenzó a ganar relevancia la discusión en torno al impacto del conflicto geopolítico sobre el crecimiento, elevando los riesgos de un escenario de mayor estancamiento a nivel global.

En EE.UU., el crecimiento mostró una leve moderación respecto de lo esperado, aunque la actividad continúa evidenciando resiliencia, apoyada en un consumo que se mantiene sólido y una mejora en la inversión, impulsada por el auge de la inteligencia artificial. En materia de precios, la inflación sigue evidenciando el traspaso de las alzas del petróleo a la economía, y la atención se concentra en ver si hay efectos de segunda vuelta. Por otro lado, el mercado laboral volvió a sorprender positivamente, con una creación de empleo superior a las proyecciones y una tasa de desempleo que se mantuvo estable. En este contexto, el Fed decidió mantener sin cambios su tasa de referencia, adoptando además un tono algo más *hawkish* de lo anticipado por el mercado, reforzando su foco en los riesgos inflacionarios.

En Europa, el PIB del primer trimestre se ubicó bajo las expectativas, lo que ha comenzado a generar dudas en torno al potencial de crecimiento. En materia de precios, la inflación volvió a acelerarse en abril, impulsada por el repunte del componente energético. En este contexto, el BCE adoptó una postura cauta y decidió mantener sin cambios su tasa de referencia. De todas formas, el mercado continúa ajustando sus expectativas hacia una política monetaria más restrictiva, anticipando un primer incremento de 25 pbs. en junio y un total de tres alzas de igual magnitud durante el año, ante los riesgos de una inflación más persistente y complicaciones en cuanto al crecimiento.

De esta forma, el escenario global continúa ajustándose hacia una política monetaria más contractiva, en la medida que las presiones inflacionarias se mantienen elevadas y los bancos centrales priorizan su contención. En este contexto, se proyecta que el Fed mantenga sin cambios su tasa de referencia en su reunión de junio y que esta se mantenga estable durante todo 2026. Por su parte, para el BCE se espera el inicio de un ciclo de alzas en junio, y se proyectan alzas por un total de 75 pbs. para este año.

En abril, la clase de activo *Global Investment Grade* registró una rentabilidad de USD 0.6%, y se observó una ampliación de *spreads*, aunque menor que en el segmento *High Yield*. Considerando la persistente incertidumbre del contexto global actual, junto con la mayor duración propia del segmento que lo hace más sensible a nuevas alzas en tasas derivadas del riesgo inflacionario, **se decide mantener la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

Durante abril, la clase de activo registró una rentabilidad de USD 2.2%, en línea con la recuperación observada en los mercados de crédito tras las correcciones de marzo. Luego de la fuerte ampliación de *spreads* registrada el último mes, más pronunciada en economías desarrolladas, los diferenciales retomaron una tendencia de compresión durante abril. Sin embargo, en el caso de los mercados desarrollados, estos aún no han logrado recuperar completamente los niveles observados antes del inicio del conflicto, manteniendo cierto rezago en comparación con otros segmentos de crédito.

En este contexto, si bien los episodios recientes de mayor ruido en torno al mercado de crédito privado no se consideran un riesgo sistémico para el crédito público, continúan incidiendo en el sentimiento, particularmente en economías desarrolladas donde el ajuste previo fue de mayor magnitud. De este modo, y considerando tanto la mayor sensibilidad

de esta clase de activo como el atractivo relativo de otros segmentos dentro de la renta fija global, **se opta por mantener el *underweight* en *Global High Yield***, con el objetivo de mantener una postura de mayor prudencia y mitigar riesgos en un escenario de volatilidad.

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener el *OW* en deuda soberana, bonos corporativos *HY* y *Local Markets*, y la posición neutral en bonos corporativos *IG*

Durante abril, los mercados registraron una recuperación generalizada, en un entorno de mayor apetito por riesgo y retornos positivos en la mayoría de las clases de activos. A pesar de que el conflicto en Medio Oriente se mantuvo como una fuente relevante de incertidumbre, su impacto en los mercados financieros fue acotado. En este escenario, y aun cuando las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense subieron a lo largo de toda la curva, la renta fija emergente logró un desempeño positivo. De esta forma, la deuda soberana de mercados emergentes anotó un retorno USD 2.9% en abril, mientras que la deuda corporativa registró una rentabilidad de USD 1.6%.

La deuda soberana retomó su *performance* positivo durante abril, en un contexto de mayor apetito por riesgo y una cierta normalización en el comportamiento de los mercados. Si bien persisten factores de incertidumbre asociados al entorno global, estos no se tradujeron en un deterioro adicional de la clase de activo. En este escenario, las tasas reales continúan mostrando espacio para descender, en la medida en que el mercado comienza a internalizar un balance más mixto entre presiones inflacionarias y riesgos sobre el crecimiento. A su vez, los fundamentos macroeconómicos de los mercados emergentes se mantienen sólidos, respaldados por dinámicas de actividad resilientes y una posición relativa más favorable frente a economías desarrolladas. De esta forma, ante el atractivo relativo que mantiene la clase de activo, se decide mantener la posición *overweight* en deuda soberana emergente.

La deuda corporativa *Investment Grade* rentó USD 1.1% durante abril, en línea con la recuperación observada en los mercados de crédito. Desde la perspectiva de valorizaciones, los *spreads* se comprimieron tras las ampliaciones registradas en marzo, retornando a los niveles observados antes del inicio del conflicto y ubicándose nuevamente entre los más bajos de la última década, con una compresión más pronunciada que en sus pares de desarrollados. En este contexto, y considerando que los diferenciales vuelven a reflejar un escenario exigente en términos de valoración, la mayor duración de esta clase de activo continúa siendo un factor relevante en un entorno donde persisten riesgos sobre la trayectoria de las tasas. De este modo, se conserva una postura más cauta frente a otros segmentos de la renta fija emergente, por lo que se mantiene la posición neutral en deuda corporativa de mayor calidad crediticia.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo rentó USD 2.4% el último mes. Tras las ampliaciones registradas en marzo, los *spreads* volvieron a comprimirse durante el último mes, retornando a niveles similares a los observados previo al inicio del conflicto y ubicándose nuevamente en rangos históricamente bajos, luego de un ajuste que, en su momento, fue menos pronunciado que en economías desarrolladas. En este contexto, la menor duración de estos instrumentos continúa siendo un atributo relevante frente a un entorno de tasas aún incierto, lo que contribuye a mejorar el perfil riesgo-retorno frente a otros segmentos de la renta fija global. De esta manera, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *Local Markets*, el segmento rentó USD 2.0% durante abril. Este movimiento estuvo acompañado por una apreciación de las monedas emergentes, que recuperaron parte del terreno perdido en marzo, en un contexto de mayor estabilidad en los mercados financieros. A pesar de que persisten riesgos asociados al entorno externo, los fundamentos

macroeconómicos de estas economías continúan siendo sólidos, con monedas que aún presentan espacio de apreciación en términos reales. Hacia adelante, se proyecta una dinámica de lateralización con un sesgo a la depreciación del dólar en el mediano plazo, lo que continúa favoreciendo a estas monedas. Adicionalmente, se mantiene la preferencia por economías menos expuestas al conflicto geopolítico, lo que permite mitigar parte de los riesgos del escenario actual. En conjunto, el atractivo relativo de la clase de activo se mantiene, apoyado tanto en el nivel de *carry* como en fundamentos macroeconómicos resilientes, lo que justifica mantener la posición *overweight* en *Local Markets*.

En línea con lo anterior, **se decide mantener el OW en deuda soberana, bonos corporativos HY y Local Markets, y la posición neutral en bonos corporativos IG.**

Exposición a Monedas | Mayo 2026

Monedas	Bench.	Apr	Mayo	OW/UW	Cambio
USD	54.0%	54.4%	54.4%	OW	0.5%
EUR	7.6%	7.2%	7.2%	UW	-0.4%
GBP	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%
JPY	2.4%	2.1%	2.1%	UW	-0.2%
GEMs	34.8%	35.3%	35.3%	OW	0.6%
	100.0%	100.0%	100.0%		

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes no se tomaron coberturas.

Resultados TAACo Global | Abril 2026

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Indices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	11.6%	5.79%	5.76%	0.0	-2.9
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.3%	0.65%	0.61%	20.5	1.1
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-12.3	
Oro	0%	2%	2%	0.1%	0.0%	0.00%	-12.8	
Cobertura						0.00%	0.0	
Portafolio					6.44%	6.38%	-4.5	-1.8
Outperformance / Underperformance (bps)								
								-6.3
Europe ex UK	13.7%	13.2%	-0.5%	7.0%	0.96%	0.93%	2.3	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.7%	-0.5%	8.9%	0.11%	0.06%	1.3	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	5.2%	0.15%	0.10%	6.4	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	13.8%	2.40%	2.46%	1.1	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	7.6%	1.12%	1.15%	-2.0	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	9.5%	0.33%	0.38%	-1.0	
Japan	4.7%	4.2%	-0.5%	9.1%	0.43%	0.38%	1.2	
Desarrollados	58.0%	57.0%	-1.0%	9.5%	5.49%	5.47%	9.3	
LatAm	4.4%	5.4%	1.0%	3.1%	0.14%	0.17%	-8.5	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	2.5%	0.02%	0.03%	-4.5	
China	12.3%	12.3%	0.0%	3.6%	0.45%	0.45%	0.0	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	24.0%	4.71%	4.71%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.4%	-0.5%	15.8%	0.77%	0.70%	-2.1	
Emergentes	42.0%	43.0%	1.0%	14.5%	6.08%	6.05%	-15.1	
Equities					11.58%	11.52%	-5.8	
Treasuries 2Y	8.3%	8.8%	0.5%	0.1%	0.01%	0.01%	-0.6	
Treasuries 10Y	11.1%	10.6%	-0.5%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	0.8	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-0.9%	-0.05%	-0.05%	1.1	
US Tips	2.6%	3.1%	0.5%	1.2%	0.03%	0.04%	-0.1	
Global Corporate IG	26.5%	25.5%	-1.0%	1.3%	0.34%	0.33%	0.0	
Global Corporate HY	4.0%	3.0%	-1.0%	2.3%	0.09%	0.07%	-1.0	
Deuda Desarrollados	58.6%	56.6%	-2.0%	0.7%	0.40%	0.37%	0.3	
EMBI	9.5%	10.0%	0.5%	2.9%	0.27%	0.29%	0.8	
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	0.0%	1.1%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	2.6%	0.10%	0.11%	0.6	
EM Local Markets	25.3%	26.3%	1.0%	2.0%	0.51%	0.53%	0.7	
Deuda Emergente	41.4%	43.4%	2.0%	2.2%	0.91%	0.96%	2.1	
Fixed Income					1.31%	1.33%	2.4	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de abril 2026

En abril se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), el OW en caja (2%) y en oro (2%), en tanto continuamos con una subexposición en bonos (46%). Al 30 de abril, la cartera del TAACo Global rentó 6.4%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (6.3 pbs.).

En abril, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos restó valor, principalmente por la sobreponderación en oro y caja en un mes de recuperación de los mercados globales. Por otro lado, la selección de instrumentos fue marginalmente negativa. Restaron las posiciones en la cartera de acciones: los *UW* en acciones europeas no lograron compensar el rezago de las acciones latinoamericanas, donde estábamos *OW*. En bonos, sumaron valor las posiciones cortas en *Treasuries* de 10 y 30 años y el largo en papeles emergentes.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	6.4%	2.0%	5.4%	20.9%	11.9%	5.0%	6.5%	5.7%	10.4%
Benchmark	6.4%	2.2%	5.2%	20.6%	12.0%	4.3%	5.8%	4.5%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-6	-18	12	37	-16	72	73	120	
Acciones	11.5%	3.8%	9.4%	36.0%	18.8%	8.1%	9.5%	5.1%	15.2%
Benchmark	11.6%	3.9%	9.4%	36.0%	19.1%	8.1%	9.5%	4.7%	15.1%
Europe ex UK	7.0%	-2.0%	2.1%	17.6%	11.0%	6.0%	6.8%	3.8%	17.4%
Europe Small Cap ex UK	8.9%	0.3%	4.6%	19.9%	10.2%	2.2%	6.8%	7.5%	19.8%
UK	5.2%	2.1%	7.3%	28.8%	16.8%	12.5%	8.5%	5.8%	14.4%
US Large Cap Growth	13.8%	4.5%	2.5%	37.2%	28.6%	15.0%	19.4%	--	20.3%
US Large Cap Value	7.6%	3.5%	8.3%	23.5%	14.9%	9.6%	10.3%	--	13.3%
US Small Caps	9.5%	6.5%	12.3%	39.4%	17.2%	6.5%	11.4%	9.7%	19.1%
Japan	9.1%	3.0%	9.8%	28.1%	16.7%	6.6%	6.8%	3.0%	16.1%
Desarrollados	9.6%	3.4%	5.7%	29.2%	19.7%	11.3%	12.7%	7.7%	17.0%
LatAm	3.1%	2.5%	18.2%	51.8%	18.8%	12.2%	8.1%	8.9%	22.7%
LatAm Small Cap	2.5%	-2.6%	10.5%	26.0%	8.7%	2.1%	3.2%	6.2%	25.0%
China	3.6%	-9.9%	-5.6%	12.4%	9.8%	-4.5%	5.5%	7.8%	28.1%
EM Asia ex China	24.0%	15.2%	26.9%	71.9%	28.5%	12.6%	13.7%	--	22.4%
EM Asia Small Cap	15.8%	6.6%	13.8%	41.6%	19.4%	8.2%	9.9%	9.9%	16.3%
EM Europe and Middle East	3.4%	-5.8%	2.4%	20.4%	11.0%	0.1%	0.9%	3.2%	15.2%
Emergentes	14.7%	5.2%	14.5%	46.7%	20.7%	6.3%	9.6%	9.1%	17.0%
Renta fija	1.3%	0.1%	0.8%	6.3%	5.0%	0.6%	2.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.3%	0.1%	0.8%	6.3%	5.1%	0.3%	1.9%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.1%	0.2%	0.4%	2.8%	3.6%	1.5%	1.5%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	-0.2%	0.0%	-0.3%	2.5%	1.3%	-1.4%	0.3%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-0.9%	-0.5%	-0.6%	-0.3%	-3.4%	-6.8%	-1.9%	3.7%	14.7%
US Tips	1.2%	1.1%	1.4%	4.1%	3.5%	1.4%	2.7%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	1.3%	-0.9%	0.0%	5.3%	5.3%	0.3%	2.3%	4.4%	8.1%
Global Corporate HY	2.3%	0.2%	1.1%	8.7%	9.1%	3.6%	5.3%	6.9%	7.3%
Deuda Desarrollados [1]	0.7%	-0.4%	0.0%	4.0%	3.4%	-0.7%			
EMBI	2.9%	0.9%	1.6%	13.8%	10.3%	2.6%	3.9%	7.1%	9.1%
EM Corporate IG	1.1%	0.0%	0.3%	5.9%	5.8%	1.3%	3.2%	--	5.5%
EM Corporate HY	2.6%	1.4%	2.9%	10.2%	9.4%	2.4%	5.0%	--	7.8%
EM Local Markets	2.0%	0.6%	1.9%	8.2%	5.7%	2.2%	2.8%	--	6.6%
Deuda Emergentes [1]	2.2%	0.7%	1.8%	9.5%	7.1%	2.1%			
Caja	0.3%	0.9%	1.2%	4.1%	4.8%	3.5%	2.3%	1.7%	0.6%
Oro	0.1%	-7.4%	5.6%	39.7%	32.5%	21.1%	13.6%	12.1%	16.1%

* 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 Vinci Compass y/o personas relacionadas ("Vinci 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 Vinci Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Vinci 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.