

## Visión de mercado

## Una pausa tras las fuertes subas de las últimas semanas

- Estados Unidos comenzó el año con una economía en desaceleración desde niveles muy altos, pero aún con un crecimiento proyectado en torno al 2.0% y una inflación en descenso, lo que alimentaba expectativas de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal.
- · Sin embargo, el shock arancelario de abril puso en riesgo la evolución de la actividad económica en el mediano plazo.
- Apenas unas semanas después, el presidente Trump pareció dar marcha atrás: las tensiones con China disminuyeron, lo que incrementó las chances de que el pico de la "tensión arancelaria" haya quedado atrás.
- La incógnita que queda es cómo se acomodará la economía a estas nuevas tarifas —aunque sean más bajas que las iniciales— y qué impacto real dejarán. Más relevante aún es qué está descontado en el mercado respecto de esto.
- Los mercados han oscilado violentamente entre el pánico y la complacencia, con valuaciones que se mantienen altas. Los datos económicos y los resultados corporativos aún no reflejan plenamente el impacto de las tarifas, y se observa una gran dicotomía entre los indicadores blandos (soft data) y los duros (hard data). Creemos que la desaceleración puede sorprender, aunque no esperamos una recesión.
- · La política monetaria continúa siendo restrictiva. Dado que el mercado de trabajo sigue mostrando relativa solidez, el riesgo es que la pausa sea mayor a la que el mercado espera.
- El segundo trimestre se presenta desafiante, pero esperamos una recuperación de la actividad hacia la segunda mitad del año. El llamado "Trump put" ha limitado las caídas bursátiles. El foco debería desplazarse ahora hacia la agenda pro-mercado del presidente, que junto a otros

catalizadores —como menores costos energéticos, un dólar más débil y un giro más dovish por parte de la Fed en el segundo semestre conforma un entorno constructivo para las acciones.

- Pero en el corto plazo, y luego de las fuertes subas recientes, es razonable anticipar un período de consolidación en los mercados de renta variable antes de que continúe el avance. Por ende, recomendamos tomar algo de ganancias sobre todo en tecnológicas.
- En renta fija, mantenemos una postura neutral en duración. Esperamos un aumento de liquidez hacia mitad de año, lo que podría seguir presionando los rendimientos de los bonos hacia el límite inferior del rango, cerca de 4,0%. Hacia la segunda mitad del año, con una menor incertidumbre y el fin de la desaceleración, la presión sobre las tasas volvería a ser al alza. El riesgo es que veamos mayor presión alcista sobre las tasas vía aumento del term premium en caso que se siga ampliando el déficit fiscal.
- En el mediano plazo el oro podría necesitar más tiempo para superar sus condiciones de extrema sobrecompra, pero la narrativa alcista de mediano y largo plazo sigue vigente.
- En base a esta visión, mantenemos una posición neutral en acciones para los próximos 3 a 6 meses y preferimos refugiarnos en renta fija que ofrece altos rendimientos. Y en ambos tipos de activos mantenemos una alta ponderación a países emergentes. Anticipamos que en la segunda mitad del año podremos incrementar la exposición a renta variable norteamericana, una vez que el mercado se haya acomodado a la nueva realidad.

### Situación macro

### El arte del repliegue táctico

La ofensiva arancelaria de EE. UU. continúa, aunque el presidente Trump ha optado por un repliegue al postergar la imposición de las tarifas "recíprocas" más agresivas. En lugar de escalar, ha abierto una ventana de negociación. De hecho, el presidente Trump comenzó a moderar su postura hacia China dos semanas atrás, señalando que los aranceles punitivos "bajarán sustancialmente, pero no serán cero", y prometiendo un "buen acuerdo" para ambas partes. El secretario del Tesoro, Scott Bessent, reconoció recientemente que las tarifas actuales son insostenibles, y que la administración ya está buscando reabrir canales de negociación con Beijing.

La propuesta arancelaria original del presidente Trump del 2 de abril contemplaba exenciones específicas para sectores como automóviles, semiconductores, farmacéuticas y materias primas, ya sea porque ya estaban gravadas por aranceles sectoriales o porque serían objeto de dichos aranceles más adelante. Estas exenciones se diseñaron para evitar una doble imposición sobre productos ya alcanzados por otras medidas. Un ejemplo claro: las computadoras, que ya estaban incluidas en los aranceles a autopartes, fueron explícitamente excluidas del anuncio del 2 de abril.

Los teléfonos celulares no estaban incluidos en la lista de exenciones. Por eso, varias de las exclusiones anunciadas el viernes 10 de abril apuntan a un proceso de desescalada arancelaria más amplio. Es cierto que algunos medios confundieron productos exentos previamente con nuevos recortes, pero en total estamos hablando de reducciones adicionales por 80 mil millones de dólares, casi en su totalidad asociadas a aranceles sobre bienes provenientes de China.

Si bien desde el plano técnico los funcionarios pueden argumentar un simple cambio hacia "canastas de bienes", la realidad es que estos productos han sido excluidos del arancel del 125% aplicado a China y del arancel universal del 10% para países no chinos, lo que representa un recorte neto y sustancial de presión arancelaria.

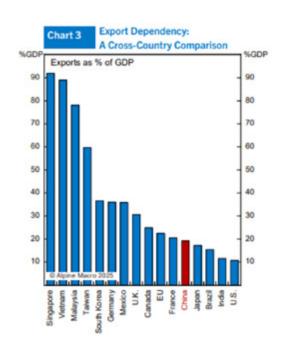
Ahora bien, esto no implica un punto final para la tensión comercial: varios productos electrónicos seguirán enfrentando un arancel del 25% bajo la categoría de autopartes a partir del 3 de mayo. Pero la realidad es que EE. UU. ya comenzó a eximir grandes volúmenes de exportaciones chinas de los aranceles "recíprocos", y China ha hecho lo propio con bienes estratégicos como equipos médicos. Se esperan más exenciones en ambas direcciones.

Con todo, la dirección es clara: se está desacelerando la implementación de los aranceles. Y el tono de la propuesta mejora con el paso de los días.

## ¿Estamos en presencia del Trump put?

Aunque anticipar cada giro de esta historia parece inútil, parecería ser que a medida que aumentaron los riesgos de recesión, Trump se inclinó a bajar la intensidad de la confrontación y moverse hacia la resolución negociada de la mayoría de los conflictos comerciales. Este giro puede interpretarse como una manifestación del llamado "Trump put": una reacción política inducida por una combinación de la pérdida del apoyo del electorado, caída en el S&P 500 y aumento en los rendimientos de deuda.

También es posible que haya habido un error de cálculo de parte de la administración Trump. China ha venido reduciendo su dependencia en las exportaciones de Estados Unidos en los últimos años: en la actualidad representan un 2.8% del PIB china vs 6% en la década pasada. A su vez, las exportaciones totales como porcentaje del PIB han caído de 35% en 2005 a solo 19% hoy, convergiendo con Europa y Japón.

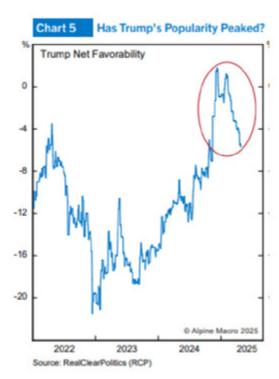


Por lo tanto, una ruptura total en el comercio bilateral ya no sería un shock sistémico para China, lo que explica por qué Xi Jinping no ha cedido. Es más: la agresividad arancelaria de Trump ha generado un efecto de "unidad nacional" que ha fortalecido internamente la posición de Xi.

Tras la prórroga de 90 días, es poco probable que se apliquen tarifas muy severas. Trump no puede permitirse provocar una recesión ni una corrección bursátil severa que selle una derrota contundente de

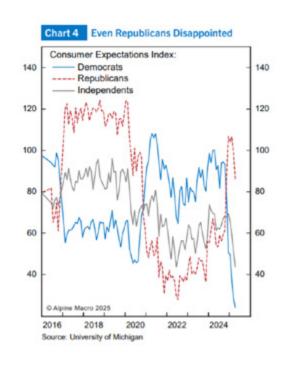
los republicanos en las elecciones intermedias de 2026. Las encuestas ya muestran un deterioro en su aprobación, especialmente entre votantes independientes.

Scott Bessent ha emergido como el ancla moderada dentro del gabinete económico. Dudamos que la administración esté dispuesta a provocar un nuevo sell-off bursátil para sostener su agenda proteccionista. Un resultado adverso lo dejaría políticamente paralizado, enfrentando un Congreso demócrata hostil.



# Una economía que se desacelera, pero con perspectivas positivas para el segundo semestre

Es difícil no reconocer que la economía de EE. UU. (como en gran medida ya se anticipaba antes de los aranceles) está creciendo a un ritmo más suave que en 2024. La evidencia de "hard data" sugiere que la economía estadounidense funcionaba razonablemente bien antes del shock arancelario de abril. Como hemos señalado anteriormente, a muy corto plazo algunos indicadores de actividad incluso muestran señales de repunte, a medida que empresas y consumidores se apresuran a comprar antes de la entrada en vigor de nuevos aranceles.



Por su parte, el conjunto de "soft data" sigue apuntando a un deterioro subyacente. Las encuestas regionales de la Fed han mostrado lecturas muy débiles, y el Beige Book confirmó un creciente nivel de cautela entre las empresas.

Durante los próximos meses, anticipamos debilidad macroeconómica y revisiones a la baja en las estimaciones de beneficios empresariales. Las expectativas de los consumidores han caído, incluso entre votantes republicanos, a pesar del control político de su partido.

Por ahora, los datos sugieren que la economía sigue "bien" aunque aumentan las señales de cautela en el mercado de trabajo. Las nóminas no agrícolas en EE. UU. aumentaron en 177.000 empleos en abril, una cifra sólida en términos mensuales, aunque revisiones a la baja de 58.000 empleos en los dos meses previos moderan parcialmente ese

resultado. La tasa de desempleo se mantuvo estable en 4,2%, mientras que la tasa de subempleo (U-6) cayó a 7,8%, lo que sugiere que no hay, por ahora, indicios de deterioro sistémico en el mercado laboral. La tasa de participación laboral subió marginalmente a 62,6%, y la jornada laboral promedio se revisó al alza a 34,3 horas en marzo y se mantuvo en ese nivel en abril.

Los pedidos iniciales de subsidio por desempleo subieron a 241.000 en la última semana reportada, por encima del rango de 220.000 observado recientemente. Aunque este tipo de fluctuaciones no es inédito, un movimiento sostenido por encima de los 260.000 sería una señal más preocupante. Por ahora, las condiciones siguen siendo consistentes con una desaceleración moderada, pero los próximos datos serán críticos para evaluar si el mercado laboral está entrando en una fase más frágil.

Los aranceles representan un cambio de nivel de precios, pero no un proceso inflacionario. Dado que la política monetaria sigue siendo contractiva, es razonable esperar que la demanda se enfríe. Los consumidores probablemente resistirán los aumentos de precios (en un entorno de confianza ya debilitada). Si esto ocurre, la presión recaerá sobre los márgenes de las empresas —domésticas o extranjeras—. Como las utilidades son un indicador líder del gasto corporativo (incluido el gasto en empleo), es probable que veamos un aumento en el desempleo en los próximos meses.

La Reserva Federal ha dado señales de que mantendrá una postura prudente, y todo indica que las tasas se mantendrán sin cambios en mayo, con la posibilidad de una pausa más prolongada si las presiones de precios persisten.

## Cambio en la narrativa: desde los aranceles a las políticas promercado

Dicho esto, nuestro escenario base sigue contemplando una desaceleración en la primera parte del año, que podría incluso convertirse en una "recesión técnica" (2 trimestres consecutivos de caída en la

actividad), pero no una recesión profunda. La consecuencia sobre los activos de riesgo respecto a una recesión profunda es muy diferente. Episodios recientes de desaceleración y recesiones técnicas (2015 y 2022) implicaron caídas del S&P 500 de 13% y 20%, respectivamente, similares a la magnitud actual. En contraste, las recesiones profundas han implicado caídas del 35% en el índice y del 19% en utilidades.

## Consideramos que una recesión severa es poco probable por varias razones:

- El sistema bancario es sólido y bien capitalizado, con regulaciones estrictas desde la crisis de 2008. El crédito hipotecario se ha mantenido bajo control y la exposición de los bancos regionales es limitada.
- Los balances de los hogares son robustos, pese a un leve deterioro en la calidad crediticia en los segmentos más vulnerables. El efecto riqueza sigue siendo positivo gracias al alza de activos financieros e inmobiliarios.
- EE. UU. es en gran parte una economía cerrada, con importaciones representando apenas el 14 % del PIB. Los bienes tienen un peso modesto tanto en el PIB como en el IPC, lo que implica que un aumento en los aranceles del 10% tendría un impacto reducido en costos, insuficiente para desencadenar una recesión profunda.
- El impulso fiscal cambiará de restrictivo a expansivo en los próximos trimestres, con posibles medidas de estímulo y reformas estructurales de cara a las elecciones de medio término de 2026.

Si se evita un deterioro adicional en el frente comercial, la narrativa podría cambiar pronto hacia iniciativas más amigables con los mercados: recortes impositivos corporativos, desregulación y un telón macroeconómico más benigno caracterizado por menores tasas, energía más barata y un dólar más débil.

El sector privado también podría contribuir a sostener el ciclo mediante ganancias de productividad—lo que implicaría más crecimiento y menor inflación—. Sin embargo, antes de llegar allí, será necesario atravesar esta fase de desaceleración y elevada incertidumbre de política económica.

### Fecha límite del techo de deuda y cronograma del proyecto fiscal

El Congreso estadounidense ha comenzado a trabajar en lo que podría convertirse en el mayor paquete fiscal en casi treinta años —excluyendo la legislación de emergencia por COVID—, en un contexto donde las nuevas medidas podrían neutralizar parte del impacto contractivo de los recientes aranceles desde una óptica macroeconómica. Sin embargo, los detalles del plan aún no han sido plenamente internalizados por los mercados, lo que deja margen para sorpresas tanto en el frente fiscal como en las expectativas de crecimiento.

En paralelo, la administración Trump presentó su propuesta presupuestaria para el año fiscal 2026, la cual contempla recortes significativos por más de 160.000 millones de dólares en gasto discrecional no relacionado con defensa. Las reducciones apuntan a programas de energía renovable, educación, ayuda internacional e iniciativas medioambientales, así como a la eliminación de políticas centradas en diversidad, equidad e inclusión.

El propuesto también propone un aumento drástico en el gasto militar, que alcanzaría 1.01 trillones de dólares, junto con un alza del 65% en los fondos para el Departamento de Seguridad Nacional. Para compensar el recorte tributario, el plan también sugiere recortes adicionales en el gasto público y subas impositivas en otros frentes, aunque la redistribución del esfuerzo fiscal genera controversia.

Asimismo, el techo de la deuda deberá ser elevado como parte integral de esta legislación. Las proyecciones de la cuenta general del Tesoro (TGA) apuntan a que se quedaría sin fondos hacia fines de agosto. Por otro lado, el Tesoro anunció que comunicará la fecha límite del techo de deuda ("el Día D") a mediados de mayo. Esta definición será clave para establecer el calendario legislativo del proyecto fiscal. Dado que sería un nivel muy ajustado para el Tesoro, posiblemente la fecha que comience a manejarse sea mitad de agosto. Esto funcionará como un instrumento de presión para forzar al Congreso a cerrar el acuerdo fiscal.

Dado que los proyectos de ley de apropiaciones requieren apoyo bipartidista para superar el Senado, es muy probable que el presupuesto sufra modificaciones sustanciales antes de convertirse en ley. Más allá de la fecha límite, el Congreso también necesita exhibir resultados legislativos concretos: la aprobación del proyecto fiscal podría ser clave para revertir la caída en la aprobación del Partido Republicano, en un contexto en el que los efectos negativos de los aranceles se están intensificando. Por tanto, no debería extrañarnos que se termine aprobando entre junio y julio, aun con modificaciones.

### Los mercados de acciones deben digerir las fuertes subas de las últimas semanas antes de continuar avanzando

No cabe duda de que los indicadores económicos se deteriorarán en los próximos meses. La pregunta clave para los activos de riesgo, tras la volatilidad y la reciente corrección, es si gran parte de las malas noticias ya está descontada en los precios.

Desde una perspectiva de estrategia de cartera, la conclusión es que los inversores deberían resistir la tentación de adoptar una postura más bajista sobre acciones y activos de riesgo, a pesar de su vulnerabilidad a episodios de alta volatilidad impulsados por titulares. En cambio, conviene centrarse en señales cada vez más evidentes de que el impacto de la saga arancelaria ha sido en gran medida digerido por los mercados. Esto no excluye la continuidad de episodios de volatilidad tanto en los mercados financieros como en las decisiones de política monetaria y fiscal.

**En conclusión**, si se cumple nuestra hipótesis de que la "incertidumbre máxima" en torno al comercio ya la hemos visto, los mercados posiblemente ya comenzaron a anticipar una mejora en el horizonte de 6 a 12 meses, aún no reflejada en precios, a medida que el foco cambia hacia la agenda de medida pro-mercado de Trump junto con otros catalizadores positivos como menores costos energéticos, un dólar más barato y un giro dovish por parte de la Fed en el segundo semestre. Todo esto constituye un entorno constructivo para equity.

## Renta fija

#### Nos mantenemos neutral duration

Múltiples factores han afectados los rendimientos de los bonos: los rendimientos a 10 años rompieron a la baja el umbral del 4% al inicio del mes, sólo para revertir bruscamente hacia niveles por encima del 4,50%, en un movimiento que se repitió en sesiones posteriores con una enorme volatilidad intradía. A pesar de la turbulencia, los rendimientos terminaron prácticamente planos versus comienzo de mes, apenas algunos puntos básicos más arriba.

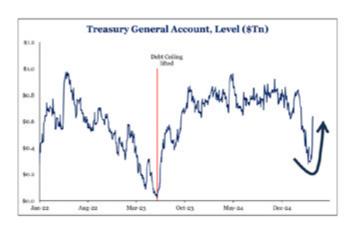
Durante abril, los bonos del Tesoro estadounidense dejaron de comportarse como activos refugio. Detrás de esta dinámica hay una combinación de factores que han generado preocupaciones sobre una posible fuga de capitales con tintes emergentes.

Ventas forzadas de activos de riesgo ante la retórica arancelaria, liquidación de posiciones defensivas en respuesta a margin calls, desarme del basis trade, creciente desinterés por activos denominados en dólares, todo esto amplificado por la reducción de liquidez típica de la temporada fiscal y fin de trimestre.

Nuestro escenario base al comenzar 2025 contemplaba un retroceso en los rendimientos de los bonos una vez alcanzado el techo de deuda estadounidense a mediados de enero. En efecto, los rendimientos cayeron de 4.8% a 4.0%. También advertimos que, hacia el 9 de abril, la pérdida del colchón de liquidez llevaría a una reversión de esa tendencia bajista. Incluso sin considerar el impacto de las tensiones comerciales o fiscales, advertimos que podría alcanzar niveles de 4.5% por el resto del mes hasta comienzos de mayo.

Abril es, por excelencia, el mes con mayor recaudación impositiva en EE. UU., y sus efectos sobre el déficit fiscal y las emisiones de deuda son significativos. La TGA (General Account del Tesoro) ha aumentado más de \$330 mil millones en abril, ya que la recaudación avanzó más rápido que el gasto.

El rendimiento del Treasury a 10 años mantiene una correlación muy alta con el nivel de liquidez en la economía. Este drenaje temporal de liquidez desde el sistema bancario hacia el TGA —que está fuera del sistema— no sorprende y ayuda a explicar el repunte de las tasas en abril. Pero lo vemos como algo temporal: cuando inicie mayo, comenzará una segunda ola de liquidez a medida que el Tesoro vuelva a utilizar la TGA hasta que el Congreso vote el techo de deuda, algo similar a lo ocurrido en 2023.



Nuestro escenario base contempla que la economía está atravesando un período de desaceleración, con mayor probabilidad de destrucción de demanda a medida que los aranceles se materializan. A ello se suman los riesgos de segundo orden derivados del impasse en torno al tope de deuda. Esta combinación debería introducir presiones bajistas sobre los rendimientos de deuda por el resto del segundo trimestre, apuntando posiblemente el límite inferior del rango 4.0%/4.5%. A partir de la segunda parte del año, finalizado el período de desaceleración y la menor incertidumbre, la presión en los rendimientos será al alza.

Dicho eso, un riesgo a nuestro escenario benigno de tasas es que, si Trump logra aprobar en el Congreso la baja de impuestos que propone, el déficit fiscal podría ampliarse, especialmente considerando que las iniciativas del DOGE hasta ahora han decepcionado y por lo tanto los bond vigilantes mantiene un alto term premium.

El repunte de cerca de 35 puntos básicos en los spreads de investment grade (IG) en menos de dos meses —situándose ahora apenas por debajo de su promedio histórico de 125 pb, ha vuelto a la deuda investment grade más atractiva. El diferencial ajustado por opciones

(OAS) de los bonos corporativos grado de inversión (IG) repuntó hasta niveles cercanos a su media histórica de largo plazo.

Por otro lado, hemos decidido no incrementar exposición a high yield en este momento, pese a que sus spreads se han ampliado en 100 pb en los últimos meses. Los diferenciales de high yield llegaron a niveles cercanos a 450 puntos básicos. Hoy, en torno a los 370 pb, están por debajo del promedio de los últimos tres años (desde que la Fed empezó su ciclo de ajuste). A diferencia de IG, que históricamente muestra resiliencia en desaceleraciones moderadas, los spreads de high yield tienden a incrementarse mucho más, lo que sugiere que continúan estando bajos en términos históricos. Asimismo, antes del ruido por las tarifas, los defaults venían mostrando un aumento. Ahora, ese repunte parece estar tomando más fuerza. Por ello, continuamos sin mantener una alta exposición en high yield.

Abril fue un mes difícil para la renta fija emergente, con una fuerte corrección tras el 2 de abril. Aunque hubo una recuperación hacia la segunda mitad del mes, la suba no fue suficiente para revertir el daño acumulado. A pesar de ello, el atractivo se mantiene. Las valuaciones son más atractivas tras la corrección mientras que el carry sigue siendo alto en relación a los mercados desarrollados.

## **Renta Variable**

## Los mercados necesitan hacer una pausa antes de continuar avanzando

Desde que el mercado rebotó a comienzos de abril desde una condición de sobreventa pronunciada y niveles extremos de sentimiento (muchos de los cuales todavía persisten), nuestra atención se ha centrado en evaluar la calidad del rebote, tanto desde la óptica del liderazgo sectorial como de los factores internos y el entorno macro.

Durante las últimas dos semanas, las acciones estadounidenses extendieron su proceso de formación de piso, mientras surgieron varias señales de amplitud alcista. En paralelo, el oro corrigió, reflejando un menor apetito por activos refugio tradicionales tras el rebote bursátil. Con apenas un 40 % del S&P 500 en tendencia alcista (acciones con su media móvil de 50 días por encima de la de 200 días), el punto de partida sigue siendo una estructura de mercado frágil, y eso eleva la vara para revertir el tono general.

El jueves 24 de abril se activó una Zweig Breadth Thrust, un patrón técnico que históricamente precede a repuntes significativos. El indicador mide la rapidez con la que el porcentaje de acciones pasa de un estado de capitulación a uno de amplio avance. Para activarse, el porcentaje de acciones en avance del NYSE (suavizado a 10 días) debe dispararse de menos de 40% a más de 61.5% en menos de 10 sesiones,

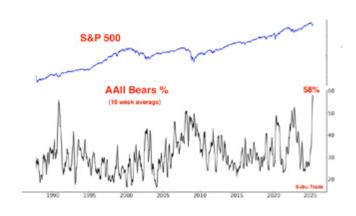


un evento poco frecuente que sugiere un cambio de régimen. Tal como se aprecia a continuación, este indicador se ha activado al inicio de movimientos alcistas (y no en el medio de un mercado bajista), con rendimientos a 6 y 12 meses que han sido siempre positivos.

Desde el punto de vista técnico, la reacción del mercado ha sido potente. El S&P 500 recuperó con decisión sus medias móviles de 20 y 50 días, rompiendo además resistencias de corto plazo como la zona de 5500 puntos. Se cumple un mes desde el "Día de la Liberación" del 2 de abril, cuando el presidente Trump anunció un paquete de aranceles recíprocos de gran magnitud al resto del mundo. Desde entonces, el mercado ha vivido una montaña rusa. En su punto más bajo intradiario, el 8 de abril, el ETF del S&P 500 (SPY) acumulaba una caída del 14.7% respecto al cierre del 2 de abril. Sin embargo, desde ese mínimo, el SPY

ha repuntado un sólido 18%, recuperando por completo las pérdidas sufridas tras el anuncio. En la jornada del viernes tocó un máximo intradiario en 5700, coincidiendo con el intento fallido de abril. La gran prueba estará en la zona de 5750/5780, la zona entre el máximo de marzo y la media móvil de 200 días.

A pesar de esta recuperación técnica, el sentimiento de los inversores sigue marcadamente deteriorado. Esta semana se registró la décima consecutiva en la que el índice de sentimiento bajista de la AAII superó el 50%, estableciendo un nuevo récord histórico —el anterior era de siete semanas consecutivas en 1990.



La gran pregunta ahora es si los compradores finalmente comenzarán a reactivarse. Para saberlo, habrá que esperar hasta el próximo jueves, cuando se publiquen las nuevas cifras semanales de la AAII.

Aun así, no todo es optimismo. El put/call equity ratio tocó niveles de 0.55 el viernes, señal de complacencia excesiva según un análisis contrario. Lecturas similares han marcado topes de corto plazo en ciclos recientes. Si bien sigue siendo pronto para concluir si hemos visto el piso de la corrección a comienzos de abril, la evolución tanto desde la narrativa comercial, fundamental como técnica, resultan muy optimistas. Con las fuertes subas de las últimas dos semanas, la reunión de la Fed de esta semana puede ser la excusa que encuentre el mercado para al menos, hacer una pausa.

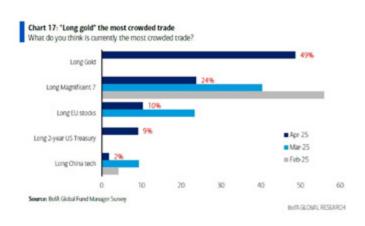
### **Commodities**

# La narrativa de largo plazo del oro sigue intacta, pero posiblemente haya entrado en un período de consolidación

Con el oro subiendo brevemente a 3.500 dólares la onza mitad de mes, el riesgo/retorno se ha vuelto menos atractivo en la actualidad, y ahora parece estar entrando en una fase correctiva o en un período de consolidación lateral. En cualquier caso, podría llevar varias semanas o meses eliminar el exceso reciente. Dicho esto, seguimos confiando en la tesis macroeconómica a largo plazo para el oro: bancos centrales (por ejemplo, China) incrementando el peso de oro en sus tenencias ante los crecientes conflictos geopolíticos.

### El riesgo de reversión técnica está aumentando

La encuesta de Portfolio Managers de BofAcorrespondiente aabrilmuestra que, en la actualidad, el trade más abarrotado (crowded trade) en este momento es "long oro", que ha desplazado a la sobreposición en las "Magnificent 7", cuyo punto de saturación se alcanzó en febrero.



- · Los flujos hacia ETFs de oro continúan fuertes, lo que indica una fase tardía del ciclo de posicionamiento.
- Las métricas de derivados son particularmente preocupantes: el volumen de calls sobre el ETF GLD ha alcanzado máximos históricos, tanto en cantidad de contratos como en valor nocional. Históricamente, estos picos de especulación han coincidido con topes de mercado.
- · Asimismo, el flujo de opciones en GDX (ETF de mineras de oro) también ha explotado al alza, sugiriendo un posicionamiento altamente complaciente.

El oro ha sido el refugio durante la reciente turbulencia arancelaria. La gran pregunta es: ¿qué ocurrirá si el flujo de noticias sobre tarifas comienza a estabilizarse o mejora? Ese posible cambio de narrativa podría desencadenar una rotación en los portafolios fuera del oro.

A pesar de que la narrativa de largo plazo para el oro sigue siendo válida, el exceso de optimismo y el posicionamiento especulativo extremo, nos llevan a mantener una postura más cautelosa de corto plazo con el sector: mientras mantenemos el peso en oro, hemos reducido el peso en acciones mineras.

A más largo plazo, mantenemos la visión de que el oro será tanto una asignación central en esta fase acelerada de desglobalización como un activo de transición durante períodos de alta incertidumbre.

## **Asset Allocation – mayo 2025**



## Rendimientos históricos

Δ 2008	Δ 2009	Δ 2010	Δ 2011	Δ 2012	Δ 2013	Δ 2014	Δ 2015	Δ 2016	Δ 2017	Δ 2018	Δ 2019	Δ 2020	Δ 2021	Δ 2022	Δ 2023	Δ 2024	Δ 2025
10-Year	MSCI EM	REITS	10-Year	Global HY	MSCI	REITS	MSCI	Russell	MSCI	2-Year UST	REITS	MSCI	REITs	Commodit	5&P500	S&P500	MSCI
UST	66,2%	27,7%	UST	19,6%	Japan	28,04%	Japan	2000	China	-0,27%	28,02%	China	42.5%	ies 22.2%	23,9%	24.9%	Europe
13,24%	0.012.00		12,52%		51,86%		8,12%	19,74%	52,34%	- Open 1 re	Lujuzin	26.7%					19.2%
2-Year UST	Global HY	Russell	Inflation	REITS	Russell	5&P 500	MSCI	Global HY	MSCI EM	10-Year	S&P 500	Russell	Commodit	MSCI	MSCI	MSCI	MSCI
3%	59,4%	2000	Bonds	19,57%	2000	11,29%	Europe	14,27%	34,59%	UST -1,3%	26,11%	2000	ies 41.1%	Japan -	Europa	China	China
U.S. Agg	MSCI	25,3%	8,53%	MSCI	36,82%		5,47%			U.S. Agg	Russell	18.3%		6.1%	23.0% MSCI	17.7% Russell	15.4%
Bond	China	Global HY	REITS	Japan	S&P 500	MSCI	REITS	Commodit	S&P 500	Bond -	2000	5&P 16.2%		2-Year UST	Japan	2000	MSCI EM
2,99%	58,86%	14,82%	7,54%	18,85%	29,69%	Japan 7,6%	2,82%	ies 10,12%	19,38%	2,6%	21,76%	Jan Tolkin	S&P 28.0%	-7.2%	16,3%	11.4%	8.1%
EM LC				MSCI	MSCI				MSCI	Inflation	MSCI		Russell		Russell		
Debt	EM HC Sov	MSCI EM	EM HC Sov	China	Europe	10-Year	2-Year UST	S&P 500	Japan	Bonds -	Europe	MSCI EM	2000	US HY-	2000	Global HY	MSCI
0,58%	30,27%	14,8%	6,84%	18,74%	16,43%	UST 6,8%	-0,11%	9,64%	17,61%	4,01%	18,36%	15.1%	13.5%	10.9%	14,8%	9.2%	Japan 7.95
U.S. 1G -	REITS	EM LC	U.S. 16	EM HC Sov	Global HY	EM HC Sov	EM HC Sov		EM LC	Global HY -	MSCI	Inflation	MSCI	Inflation	Global HY	Commodit	EMIC
4,74%	28,47%	Debt	4,64%	18,26%	7,33%	5%	-0,28%	8,88%	Debt	4,06%	Japan	Bonds	Japan	Bond -	12,8%	ies 8.5%	Debt 7.4%
		12,89%		التنفضنا	11,000				14,44%	400.0	15,33%	9.5%	11.4%	12.2%		12.7 0.0.7.1	
Inflation	MSCI	S&P 500	U.S. Agg	MSCI EM		MSCI	10-Year	MSCI EM	Russell	REITS -	MSCI	10-Year	MSCI	EMILC	REITS	US HY	EM HC Son
Bonds -	Europe	12,84%	Bond	16,9%	REITS 2,7%		UST -	8,76%	2000	4,1%	China	UST 8.8%	Europe	Debt -	10,7%	7.9%	3.1%
6,2%	27,15% Russell		4,26%	EM LC	MSCI	4,67%	0,38%		13,06%		12,04%		10.4% Inflation	12.7%			
EM HC Sov	2000	EM HC Sov	Global HY	Debt	China	U.S. 1G	S&P 500 -	EM HC Sov	EM HC Sov	EM HC Sov	Commodit	Global HY	Bonds	Global HY -	EM HC Sov	MSCI	Global HY
-12,86%	26,81%	10,57%	3,12%	16,11%	0,43%	4,59%	0,81%	8,01%	11,27%	-4,74%	ies 11,84%	7.0%	1.6%	12.7%	10,4%	Japan 7.0%	2.8%
		MSCI		Russell			U.S. Age	EM LC						US Age			Inflation
U.S. HY	5&P 500	Europe	2-Year UST	2000	2-Year UST	MSCI EM -	Bond -	Debt	Global HY	U.S. IG -	MSCI EM	MSCI	Global HY	Bond -	EM LC	MSCI EM	Bonds
24,53%	23,49%	8,04%	0,62%	14,33%	-0,05%	17.9%	1,92%	7,93%	10,43%	5,47%	10,18%	Japan 6.5%	0.8%	15.0%	Debt 8,3%	6.5%	2.3%
Global HY -	EM LC	Commodit	EM LC	S&P 500	U.S. HY -	Russell	Inflation	U.S. HY	REITS	EM LC	Global HY	EM HC Sov	US HY -	10yr UST -	MSCI EM	EM HC Sov	US Agg
	Debt	ies 7,17%	Debt	13,47%	0,5%	2000	Bonds -	7,41%	8,69%	Debt -	9,93%	6.3%	0.23%	15.3%	6,4%	5.7%	Bond 2.29
	20,2%	,	0,58%		4,5.15	3,69%	2,08%			5,69%		0.07.1	-			30.74	
Russell	U.S. HY	10-Year	S&P 500 -	MSCI	Commodit	U.S. Agg	Global HY -	Inflation	MSCI	S&P 500 -	U.S. IG		US IG -	U516 -	US HY		10-Year
2000-	15,56%	UST 5,89%	0,2%	Europe	ies -1,83%	Bond	2,72%	Bonds	Europe	6,35%	9,92%	US IG 6.3%	3.4%	15.3%	4,8%	REITS 4.8%	UST 2.2%
35,14%				13,37%		3,47% Inflation		3,18%	7,27%				US Agg	MSCI		MSCI	
REITS -	Commodit	U.S. IG	U.S. HY -	U.S. HY	EM HC Sov	Bonds	U.S. IG -	U.S. IG	Commodit	U.S. HY -	EM HC Sov	US Agg	Bond -	Europe -	US Agg	Europe	REITS 1.89
	ies 11,22%	3,58%	0,95%	4,38%	-3,42%	1,92%	4,56%	2,35%	ies 3,89%	7,06%	9,35%	Bond 5.2%	3.4%	15.3%	Bond 4,6%	3.5%	mars and
	MSCI	Inflation		Inflation	U.S. Agg		Russell			Russell	EM LC						200000
S&P 500 -	Japan	Bonds	Commodit	Bonds	Bond -	2-Year UST	2000 -	2-Year UST	U.S. 16	2000 -	Debt	EM LC	2-yr UST -	58P- 18.6%	US IG 3,9%	US IG 2.6%	2-Year US
38,28%	7,25%	3,48%	ies -3,28%	4,04%	4,19%	0,08%	5,85%	0,11%	2,57%	12,17%	7,96%	Debt 5.1%	2.8%	18.6%			0.1%
MSCI	U.S. IG	U.S. HY	Russell	U.S. IG	EM LC	Global HY	U.S. HY	U.S. Agg	U.S. Age	MISCI	U.S. HY	2-Year	EM HC Sov	EM HC Sev	Inflation	Inflation	US IG -
Japan -	5,54%	2,79%	2000 -	3,85%	Debt -	0,01%		Bond	Bond	Europe-	7,19%	2.1%	-3.9%	-18.7%	Bonds	Bonds	0.0%
43,62%			5,74%		5,05%			0,05%	1,18%	13,1%					1,0%	1.6%	-
MSCI	Inflation	MSCI	MISCL	10-Year	U.S. 1G -	EM LC	MSCI	MSCI	U.S. HY	Commodit	10-Year	US HY -	MSCI EM -	MSCLEM -	2-Year UST	US Agg	US HY -
45.52%	Bonds 4,7%	China 2,59%	10.94%	UST 1,82%	5,53%	Debt -	10.1%	0,5%	0,82%	13.88%	UST 6,51%	0.7%	5.0%	20.6%	-0,2%	Bond 1.3%	0.4%
Commodit	U.S. Agg	U.S. Agg		U.S. Age		3,4%		10-Year	Inflation	MSCI	Inflation			Sussell			
	Bond -	Bond	MSCLEM -	Bond	MSCI EM -	U.S. HY -		UST -	Bonds	Repen -	Bonds	REITS -	10yr UST -	2000 -	10-Year	2-Year UST	Commodit
45,75%	0,97%	2,48%		0,75%	5,76%	3,53%	11,14%	0,73%	0,8%	16,77%	6,33%	4.8%	6%	21.4%	UST -0,6%	0.2%	ies -2.9%
			MSCI		10-Year			MSCI			U.S. Agg	MSCI	EM LC	MSCI	C	***	
MSCI EM - 50.16%	2-Year UST	2-Year UST	China-	2-Year UST	UST -	MSCI EM -	MSCI EM - 18,07%	China -	10-Year	MSCI EM - 17,11%	Bond	Europe -	Debt -	China -	Commodit	10-Year UST -1.9%	S&P500 -
	-2,01%	1,23%		-0,09%	7,68%	5,99%		1,38%	UST 0,72%	17,118	5,72%	5.4%	9.4%	21.7%	ies -3,7%	031 -1.9%	4.4%
MSCI	10-Year	MSCI	MISCI	Commodit	Inflation		Commodit	MSCI	2-Year UST	MISCI	2-Year UST	Commodit	MISCI	BETS -	MISCI	EM LC	Sunell-
China -		Japan	Japan	ies -0,58%	Bonds -	ies-	ies -	Japan -	-0,71%	China -	1,2%	ies-23.9%	China -		China -	Debt -	10.5%
	10,08%	0,44%			9,48%			2,6%		20.31%					12,5%	2.0%	

Fuente: Bloomberg

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