

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Mar	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.6%	2.4%	2.4%	9.2%	0.6%	3.9%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	2.4%	2.4%	9.7%	-0.6%	3.2%	2.9%	3.8%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-5	-6	-6	-50	120	76	73	130	
Acciones	2.5%	5.1%	5.1%	15.6%	1.5%	6.1%	4.9%	3.8%	15.2%
Benchmark	2.5%	5.2%	5.2%	15.8%	1.4%	6.1%	4.8%	3.4%	15.1%
Renta Fija	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.5%	-2.5%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.7%	-2.9%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Caja	0.5%	1.3%	1.3%	5.3%	2.6%	2.0%	1.4%	1.5%	0.6%
Oro	8.1%	6.5%	6.5%	11.9%	9.4%	11.3%	5.5%	9.7%	14.7%

Resultados al 31 de marzo de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

Long, long, long¹

Marzo de este año marcó el mejor primer trimestre para los activos de riesgo desde 2019. En lo que va corrido del año, las acciones globales suben alrededor de 7% y el S&P 500 más de 8%. Las acciones de los mercados desarrollados, con las bolsas estadounidense a la cabeza, lideran las alzas, mientras que las de emergentes estuvieron rezagadas, principalmente por América Latina, donde la renta variable brasileña fue el principal detractor, debido principalmente a temas específicos de ciertas empresas que tienen un peso significativo en el índice y lo cual debiera ser puntual y no generar ruido en adelante.

Para este mes, el posicionamiento por clase de activos se mantuvo respecto del pasado con postura neutral en acciones, sub ponderando renta fija y sobre ponderando caja.

Meses de fuerte *momentum* llevan a evaluar cuán vulnerables son los mercados accionarios a una corrección. Ciertos factores podrían llevar a ello: estamos en una etapa de desaceleración del ciclo económico, la inflación ha resultado más resistente a bajar, a pesar de la política monetaria contractiva y retiro de estímulos, de ahí que las tasas de interés bajarían menos y después de lo esperado, las alzas accionarias en lo corrido del año han sido significativas y las valorizaciones en ciertas subclases de la renta variable lucen relativamente altas.

"Good news is Good news" (buenas noticias son buenas noticias)

Sin embargo, por otro lado, la desaceleración en Estados Unidos está resultando suave y la economía da señales de robustez, comenzando a asomar incluso un escenario de re-aceleración económica. Se estima que este año el PIB crecería 2.2%, lo que ha sido corregido persistentemente al alza desde 1.4% a fines de 2023. Así, buenas noticias, son buenas noticias y tales perspectivas favorables dan soporte al mercado accionario.

Es también el caso de los fundamentos, resultados y perspectivas del sector corporativo. Si bien ciertas valorizaciones se ven caras, no estarían niveles de burbuja ni hay un ambiente de euforia al estilo de la burbuja *dot com* cuando los balances y resultados no justificaban los altísimos precios de las acciones.

¹ Canción de The Beatles, 1968

ÍNDICE

Long, long, long 1

Asignación de activos3

Resultados TAACo Global
Marzo 2024..... 19

Desempeño histórico 20

Rally accionario se
extiende a un
quinto mes

Temor a corrección
se compensa con
una notable
resiliencia
económica en
EE.UU.

En EE.UU.
fundamentos
económicos y
corporativos dan
soporte a las
acciones

Valorizaciones se
encarecen, pero no
a niveles de
burbujas pasadas

Por último, aunque sin consistencia aún, hay señales incipientes de recuperación de la economía china. Tanto los sectores industriales como de servicios entran en terreno de expansión, lo que ha permeado a sus socios comerciales y a los precios de *commodities*. Además, Xi Jinping mostró señales de pragmatismo político y reestableció comunicaciones con EE.UU. en dos ocasiones en el último mes; así, conversará telefónicamente con Joe Biden cada tres meses, y recibió a Janet Yellen, la secretaria del Tesoro estadounidense.

Señales incipientes de recuperación en China

En cuanto a la renta fija, un dinamismo mayor a lo estimado en la actividad, inflación “pegajosa” y una oferta alta debido a la necesidad de financiar el déficit fiscal que ha ido corrigiendo las expectativas respecto de bajas en las tasas de interés estadounidenses. Ello generó aumentos recientes de éstas y actualmente el mercado espera que la tasa de interés de referencia en Estados Unidos baje menos de 3 veces en lo que queda del año. La volatilidad sigue siendo alta en el mercado de renta fija y los movimientos son rápidos y bruscos, como lo que se ha visto recientemente, cuando la tasa del bono del Tesoro a 10 años pasó de 4.20% anual a 4.50% entre fines de marzo y la primera semana de abril.

Mercado acota las bajas de tasas de interés para este año

En la medida que los positivos datos de actividad no presionen un rebote significativo en la inflación, el escenario de *goldilocks* (crecimiento e inflación bajo control) podría consolidarse, sin la necesidad de bajas tan prontas o fuertes en las tasas de interés. De ahí que es clave monitorearlos componentes de los datos relacionados a inflación, los que serán determinantes para la tendencia de ellos mercados en adelante.

Para abril se favorece una postura neutral en acciones, *UW* renta fija y *OW* caja

Sin embargo, dado lo anterior la renta fija se mantiene muy vulnerable por su alta volatilidad. De ahí que la renta fija *cash* o *money market*, que aún renta más de 5% anual, se mantiene como una clase de activo que agrega valor al portafolio. Ello por una atractiva relación riesgo/retorno, dentro de un portafolio multi activos global.

No obstante, el riesgo geopolítico está en máximos. El mundo converge hacia ejes bipolares, liderados por Estados Unidos por un lado y China con Rusia por el otro. Una nueva forma de guerra fría comienza a gestarse, lo que podría exacerbarse con una potencial llegada de Donald Trump a la presidencia de EE.UU.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | ABRIL 2024

TAACo Global	Bench.	Marzo	Abril	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	50%	50%	N				Neutral acciones, UW bonos y OW caja
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%			
Caja		5%	5%	OW	5%			
Oro				N				
Total Cartera								
Europe ex UK	13.5%	11.5%	11.5%	UW	-2.0%			Neutral US en todos los estilos
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%			
UK	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-0.5%			
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N				UW Europa y UK
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N				
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N				
Japan	4.9%	4.9%	4.9%	N				OW mercados emergentes: OW LatAm y Asia Em ex China, neutral China
Mercados desarrollados	56.0%	52.2%	52.2%	UW	-3.8%			
LatAm	4.1%	7.1%	7.1%	OW	3.0%			
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N				
China	12.7%	12.7%	12.7%	N				
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%			
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N				
EM Europe and Middle East	6.9%	6.7%	6.7%	UW	-0.2%			
Mercados emergentes	44.0%	47.8%	47.8%	OW	3.8%			
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N				
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N				
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N				
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N				
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	25.0%	UW	-1.5%	-1.5%	-	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N				
Deuda desarrollados	57.7%	57.7%	56.2%	UW	-1.5%	-1.5%	-	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N				
EM Sovereign HY	5.5%	4.5%	5.5%	N		1.0%	+	
EM Corporate IG	3.6%	4.1%	4.1%	OW	0.5%			
EM Corporate HY	5.0%	5.5%	6.0%	OW	1.0%	0.5%	+	
EM Local Markets	23.2%	23.2%	23.2%	N				
Deuda emergente	42.3%	42.3%	43.8%	OW	1.5%	1.5%	+	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

RENTA VARIABLE

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

La economía está estancada y para 2024 se proyecta que crezca apenas 0.5%. Alemania, la principal economía del bloque crecería sólo 0.1% este año (estimación de mercado, dato que es corregido a la baja en el último mes) afectado por una contracción de las exportaciones e inversión. *The sick man of Europe*² vuelve así a ser Alemania, cuyo sector industrial se ve afectado por la falta de tracción de la recuperación en China y por la competencia que representa el gigante asiático, principalmente en la industria automotriz. El indicador líder PMI de manufacturas de Alemania cayó por segundo mes

² El hombre enfermo de Europa

seguido hasta 41.6 pts. en marzo (50 pts. es el umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes seis a doce meses).

En lo más reciente, el *momentum* económico pierde algo de dinamismo. Si bien el indicador líder PMI de servicios vuelve a subir (hasta 51 pts.), tanto producción industrial como ventas minoristas decepcionaron. Con la subida de los precios, se ha mermado el poder adquisitivo de los hogares y debilitado la demanda. A pesar de lo negativo de la desaceleración económica y de la débil demanda, esto facilitaría la convergencia de la inflación a la meta. Ésta podría volver a niveles cercanos al 2% durante la segunda mitad de 2024. Ante tal situación, el mercado internaliza que el Banco Central Europeo podría comenzar a recortar tasas de interés incluso antes que el Fed.

A nivel agregado, la inflación continuó en marzo su tendencia a la baja -principalmente por el componente de energía- y se ubicó en 2.4% anual (2.9% el registro subyacente), bajo lo esperado por el mercado. En línea con una inflación que se desacelera y converge a la meta, el consenso de mercado mantiene que el inicio de recortes en el sistema de tasas de referencia sería en junio. Las tasas de interés tuvieron en el último mes movimientos con un leve aumento en la inversión de la curva. Al 9 de abril la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años se ubica en 2.87% y 2.37% respectivamente.

Durante marzo se extendió el rally accionario por quinto mes consecutivo, permeando hacia países, sectores, estilos rezagados. En tal sentido, el Stoxx 50 subió 4.2% (en USD), sobre las acciones estadounidenses. Las valorizaciones se encarecen luego de 4 meses de alzas, pero siguen bajo promedios y se mantiene el rezago de mediano y largo plazo respecto a pares desarrollados. La razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares. Respecto a éstos últimos las acciones transan con un descuento de 20% respecto al promedio de 5 años, superior al 14% de descuento histórico. No obstante, el castigo en valorizaciones está concentrado en estilos como *value* y sectores como el automotriz, energético y bancario.

Respecto al sector corporativo, según Factset, para 2024 las utilidades corporativas crecerían 9.6%, lo que es corregido al alza en el último mes, y en niveles similares a las expectativas de pares desarrollados. El crecimiento de utilidades sería liderado por el sector de servicios comunicacionales, inmobiliario y materiales, todos los cuales cuentan con una baja base de comparación.

Alta dependencia comercial de China -que no logra generar tracción-, débil demanda interna y externa, flujos débiles que no logran dar soporte y perspectivas económicas negativas nos llevan a **mantener la posición *underweight***.

REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight*

Las perspectivas son pesimistas y la economía seguirá estancada en 2024. El *momentum* económico si bien mantiene una tendencia al alza, es levemente positivo aún, implicando que los datos superan apenas los estimados.

Para 2024 se proyecta un crecimiento de solo 0.3%, afectado por un consumo débil y caídas en la inversión y exportaciones. El deterioro económico proyectado se refleja en las estimaciones de utilidades para este año y es que según Factset, las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 2% este año, que es corregido al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo se mantiene en 3.9% en el trimestre móvil terminado en enero, con los salarios reales subiendo 1.4% anual. Por su parte, el consumo vuelve a superar las expectativas, las ventas minoristas crecen 0% mensual en febrero, pero la producción industrial decepciona con una contracción de 0.2% mensual.

Por su parte, la inflación retrocedió en febrero más de lo esperado (3.4% anual la medida *headline* y 4.5% el registro subyacente). Así, el mercado mantiene la perspectiva de 3 recortes de tasas para este año, comenzando entre junio y agosto. Al 9 de abril la tasa a 2 años se ubica en 4.20% y la de 10 años en 4.02%, escasa variación respecto al mes anterior.

Proyecciones oficiales y la publicación de datos dan cuenta de una deteriorada situación económica, en línea con estimaciones de utilidades que son desalentadoras y salidas constantes de flujos. Aun cuando las valorizaciones transan bajo el promedio de 5 años en términos absolutos, **se mantiene el *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* junto con *small caps* se mantienen en neutral

La economía sigue sorprendiendo por su resiliencia y no sólo se consolida el escenario de aterrizaje suave, sino que se empieza a hablar de re-aceleración junto con tasas más altas por más tiempo. Luego de crecer 2.5% en 2023, el país crecería 2.2% este año, dato que ha sido corregido al alza el último mes. El Fed también actualizó sus perspectivas de crecimiento para este año, estimando 2.1% desde 1.4% en diciembre.

El *momentum* económico es positivo. En el último mes el consumo se recuperó luego de un invierno más frío de lo inusual (en febrero las ventas minoristas crecen 0.6% mensual vs -1.1% en enero) mientras la producción industrial superó los estimados al crecer 0.1% mensual en febrero. Las perspectivas para el sector también son favorables, el indicador líder ISM manufacturero volvió a terreno de expansión en marzo, por primera vez en 18 meses.

El mercado laboral comienza a enfriarse gradualmente, pero sorprende por su resiliencia. En marzo la creación de empleo superó los estimados y se agregaron 303 mil nuevos puestos de trabajo, con la tasa de desempleo bajando a 3.8%. Los salarios se desaceleran y suben 4.1% anual, siendo aún una fuente de preocupación para el Fed dado que siguen aumentando más que el nivel de precios.

Por el lado monetario, la inflación sorprendió al alza por tercer mes consecutivo en marzo, llegando a 3.5% anual (con la medida subyacente manteniéndose en 3.8%). Ante la persistencia de la inflación, no se alcanzaría la meta del 2% hasta inicios de 2025 y el mercado vuelve a postergar el inicio del recorte de tasas hasta julio o septiembre estimando solo 2 recortes de 25 pbs. este año. La curva de tasas de interés de bonos del Tesoro aumenta la inversión en el último mes, con la tasa a 10 años subiendo hasta 4.50% y la de 2 años alcanzando 4.95%.

Las acciones estadounidenses extendieron el rally un mes más y subieron en marzo por quinto mes consecutivo apoyadas por una economía que muestra fortaleza. Tal situación permea al sector corporativo, para el primer trimestre de 2024 se espera que las utilidades crezcan 3.2% interanual, expandiéndose por tercer trimestre consecutivo. En promedio los *guidances* para el primer trimestre han sido más negativos respecto a promedio históricos, y en línea, se ha recortado la estimación de crecimiento de utilidades vs. el inicio del año. La temporada de reportes que comienza este viernes 12 de abril con el sector bancario será un *market mover*. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 11%, superando a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades estaría impulsado por los sectores de servicios comunicacionales, tecnología y salud.

A pesar de que la extensión del *rally* ha encarecido las valorizaciones, éstas aun no lucen en niveles comparables a los de la burbuja *dot com* a inicios de los 2000. La razón P/U *fwd.*, de acciones tipo *growth* y *value* transan en línea con promedios históricos, pero en *small cap* aún hay descuento, además de rezago. La subida de 2023 estuvo concentrada en pocas acciones y habría espacio para que permee en otros sectores y estilos rezagados en la medida que las tasas de interés continúen hacia menores niveles.

Por su parte, en el plano político, comienza a cobrar relevancia la carrera presidencial. Luego del super martes, en que 15 estados tuvieron primarias, ya se definen los candidatos de los partidos republicano (Donald Trump) y demócrata (Joe Biden). La republicana Nikki Haley bajó su candidatura al no conseguir el apoyo necesario para continuar. Así, la proclamación de los candidatos en las respectivas convenciones pasa a ser ahora un trámite. Desde el punto de las cuentas fiscales, ambos candidatos cuentan con propuestas que posponen la consolidación fiscal. Por un lado, Biden impulsaría el gasto fiscal con un presupuesto de más de USD 7 tn. en 2025 que estaría enfocado en programas sociales. Por su parte, Trump ya ha comentado que podría volver a impulsar rebajas de impuestos para recuperar la inversión y dar más dinamismo a la economía. Con todo, ambos candidatos necesitarán financiar sus programas una vez elegidos, y ante la necesidad de mayor financiamiento vendrán tasas de interés de equilibrio más elevadas que en prepandemia.

A pesar del positivo *momentum* económico y de flujos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, tasas de interés que podrían estar elevadas por más tiempo, elevada volatilidad de éstas y vulnerabilidad ante rebaja en los estimados de utilidades nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral**.

JAPÓN: Se mantiene exposición neutral a acciones japonesas

Uno de los mercados que ha destacado por su alza en el inicio del año es Japón. Con un sesgo exportador y tecnológico, el Nikkei ha subido casi 19% en yenes en lo corrido del año, llegando a máximos históricos. Detrás del *rally* hay una inflación que aparece para lubricar la economía, *momentum* económico positivo, entrada de flujos, valorizaciones atractivas, fortaleza corporativa, reformas estructurales y debilitamiento del yen, entre otros factores.

Luego de que sindicatos que representan a 7 millones de trabajadores lograran un acuerdo para que los salarios suban este año 5.3%, se confirma el ciclo virtuoso de la reflación/inflación. El aumento salarial es el mayor en 33 años y se espera que permee, impulsando el consumo, dado lo acotado de la inflación actual (2.8% anual en febrero).

Ante el desvanecimiento del fantasma de la deflación, el Banco Central de Japón, con 7 votos a favor y 2 en contra, decidió así terminar con una era de tasas negativas. Se fija la tasa de política monetaria entre 0 y 0.1% y se elimina el control de la curva (que limitaba la tasa soberana a 10 años a un rango entre $\pm 1\%$). Se decidió también dar fin al programa de compra de ETFs y activos inmobiliarios, pero se comunicó que se mantendría el ritmo de compra de bonos.

La decisión estaba en parte internalizada en los precios los activos financieros, pero el mensaje, dada la debilidad económica del país, fue interpretado como "*dovish*". Es decir, menos agresivo respecto a movimientos futuros en los tipos de interés. El gobernador Kazuo Ueda no señaló en forma explícita futuras alzas de tasas y destacó que la normalización monetaria será gradual. Por su parte, el mercado internaliza que podría haber una nueva alza de 10 puntos base (pbs.) entre julio y septiembre.

En marzo las acciones japonesas subieron menos que pares las globales y las valorizaciones se encarecieron. No obstante, la razón P/U *fwd*. se mantiene en niveles justos tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 en torno a 10%, estimación levemente superior a pares desarrollados y corregida al alza en el último mes.

Si bien la mayoría de tales fundamentos continúan intactos, **luego de tomar utilidades el mes pasado se decide mantener un neutral debido a cierta pérdida de *momentum* de flujos, valorizaciones que suben para quedar en niveles justos y una política monetaria que comienza a normalizarse.**

OW ACCIONES EMERGENTES: OW América Latina y Asia EM ex China, UW EMEA y neutral China

En marzo los mercados emergentes se sumaron al rally de países desarrollados, pero con algunas regiones que quedaron rezagadas. Así, LatAm lideró en cuanto a *underperformance*, con una contribución negativa principalmente por Brasil. Por el lado de Asia EM ex. China, su desempeño accionario destacó, impulsado por países como Taiwán y Corea, muy relacionados con el sector tecnológico. Por otro lado, EMEA se quedó atrás, en un contexto en que a pesar del alza en los precios de *commodities*, el entorno político, y la celebración o preparación para las elecciones, permeó a los retornos del mercado.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

La región se quedó atrás en marzo, pero particularmente influenciado por un desempeño negativo del mercado accionario brasileño, del que fueron mayoritariamente responsables las dos empresas que tienen una participación significativa en el índice. Sin embargo, los otros mercados latinoamericanos exhibieron rentabilidades positivas en marzo, acoplándose al rally global. Hacia adelante, se ve un mayor potencial en el mercado brasileño y el chileno. En el caso del primero, se disipan parte de los ruidos en torno a estos dos jugadores clave y parecen haber alcanzado un piso. En el caso de las acciones chilenas, el menor ruido político, el *momentum* accionario y la fortaleza del cobre, dan pie a un mejor desempeño. Los mercados accionarios de la región siguen transando con descuento respecto a pares y a sus historias particulares. Además, siguen siendo pioneros en la política monetaria, al haber iniciado el ciclo de recortes de tasas de interés de manera transversal. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica**.

En marzo las **acciones brasileñas** se quedaron atrás y el índice MSCI de Brasil retrocedió 2.5% (en USD), influido principalmente por dos de las acciones que más pesan. En primer lugar, la acción de Vale, mayor productor mundial de hierro, tuvo una caída pronunciada durante el mes, asociado al menor precio del mineral y la suspensión de la licencia de operaciones de una de sus minas. La otra acción es de la empresa Petrobras, que pausó la repartición de dividendos extraordinarios, incidida por el poder ejecutivo, lo que dio una señal negativa al mercado. La incertidumbre en torno a esta última empresa se ha disipado, y es probable que se repartan los dineros durante la segunda mitad del año. Además, el aumento del precio del petróleo la incide positivamente. Por el lado de Vale, el precio de la acción parece estar cerca de un piso y el precio del hierro ha dejado de caer. Por el lado del *momentum* económico, este continúa positivo y los PMIs tanto de servicios como de manufacturas se mantuvieron en terreno de expansión en marzo (54.8 y 53.6 pts. respectivamente). Las proyecciones de crecimiento para 2024 han seguido revisándose al alza y se ubican en torno a 1.7%, y la actividad económica en enero avanzó 3.5% anual (0.6% mensual). Por el lado de la inflación, en marzo se desaceleró de manera pronunciada hasta 3.9% anual, mientras que la subyacente bajó a 4.4%. Así, el Banco Central en su última reunión continuó con los recortes de 50 pbs., y llevó la tasa Selic a 10.75%, dando a entender que en la siguiente reunión continuaría con dicho ritmo. Sin embargo, aclaró que en adelante el futuro es más incierto, sugiriendo que podría recortar la tasa de interés a una menor velocidad. De esta manera, el mercado ajustó al alza su proyección de la tasa Selic para el cierre de año a 9.75%. No obstante, una tasa de referencia que baje del 10% ya es un buen indicio para el mercado accionario. Las valorizaciones continúan transando con descuento histórico, con la P/U *fwd.* en torno a 0.7 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años. Por su parte, las proyecciones de utilidades para este año se ajustan al alza y se espera un crecimiento del orden del 6.1%. Respecto a los flujos de inversión, continúan las salidas netas de ETFs en el último mes, pero a menor velocidad. El tema fiscal va a seguir en el centro de la agenda política por lo que resta del gobierno, y el 15 de abril el ejecutivo debe ingresar el proyecto de ley de presupuestos para 2025, incluyendo la meta fiscal, que hasta ahora es un superávit primario de 0.5% del PIB. Sin embargo, para este año el mercado espera un déficit primario de 0.7% del PIB y para el próximo uno de 0.6%, en ambos casos incumpliendo la meta fiscal. No obstante, las cifras fiscales han venido sorprendiendo este año, lo que se podría seguir repitiendo en los próximos meses. Respecto de las noticias de la agenda económica, la administración declaró que durante abril ingresará proyectos de ley

complementarios respecto del a reforma del IVA. Por el lado de las otras medidas para aumentar la recaudación, es posible que su ingreso y tramitación se retrase hasta después de las elecciones municipales de octubre. A pesar de que el ruido político es parte de la norma, las reformas de este gobierno no han sido radicales y los riesgos se mantienen acotados. A su vez, las descontadas valorizaciones, una economía resiliente y el rezago del mercado brasileño nos lleva a **mantener el OW en Brasil**.

En **México**, el Banco Central recortó la tasa de referencia en marzo, en línea con lo esperado al mercado y liberando algo de presión sobre las tasas de interés, llevándola a 11.00% (-25 pbs.). Sin embargo, y tras la publicación de las minutas, se dio a entender que este primer recorte no es el inicio de un ciclo sino un *fine tuning*, y el mercado espera que en la reunión de mayo mantengan la tasa, mientras que en la de junio vuelvan a reducirla. Además, se espera que para el cierre de año la tasa de referencia se ubique en 10.50%, revisándose al alza con respecto a estimaciones previas. Por el lado de la inflación de marzo, el registro total se mantuvo en 4.4% anual, mientras que la subyacente retomó la senda de desaceleración (4.55% en doce meses, versus 4.64% en febrero), aun cuando los servicios se aceleraron hasta 5.4%. El *momentum* económico continúa resiliente, y tanto el IMEF manufacturero como no manufacturero se encontraron en terreno de expansión en marzo, el primero acelerándose significativamente hasta 54.5 pts. La actividad económica también se expandió en enero en términos anuales (2.0%), sin embargo, se contrajo 0.6% con respecto a diciembre. Para este año se proyecta un crecimiento del PIB del orden de 2.4%. Con respecto a las valorizaciones, la bolsa mexicana continúa transando con una P/U *fwd*. en torno a 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años. Las estimaciones de utilidades, tanto para este como el próximo año se revisan al alza y se siguen observando entradas netas de flujos de inversión a ETFs en los últimos 1 y tres meses, sin embargo, en lo corrido del año son negativos. Por el lado político, se acercan las elecciones de junio y se realizó el primer debate presidencial. De acuerdo a lo acontecido, no se espera tenga impacto en las encuestas ni el resultado de las elecciones. Por su parte, la policía ecuatoriana irrumpió en la Embajada de México en Quito, para detener al exvicepresidente Jorge Glas. Así, la ministra de relaciones exteriores mexicana declaró que la Embajada en Ecuador permanecerá cerrada indefinidamente. A pesar de que la economía mexicana cuenta con el soporte estructural del *nearshoring*, algunos entes del mercado han comenzado a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento para este año. Así, y tras el positivo mes de marzo que tuvo la bolsa, de cara a las elecciones, se decide **neutralizar la posición en acciones mexicanas** para tomar utilidad.

En marzo continuó el rally del mercado **chileno**, que fue parcialmente compensado por la depreciación del tipo de cambio que continuó durante el tercer mes del año. Esta tendencia de pérdida de valor relativo con respecto al dólar se rompió tras la reunión de política monetaria de abril, en la que, en línea con lo esperado, el Banco Central decidió reducir el ritmo de recortes de tasas de interés y comunicó un sesgo menos *dovish*. Con esto, también se publicó el Informe de Política Monetaria del primer trimestre, en el que los principales puntos a destacar fueron revisar al alza la proyección de crecimiento e inflación para este año. El consejo reconoció que los datos de IMACEC de los primeros meses del año que han sorprendido, junto con un mayor impulso externo, llevarán a que el PIB chileno crezca del orden de 2.5% este año. Las sorpresas inflacionarias en Chile se disiparon con el dato de marzo y la inflación bajó hasta 3.7% anual, un mes en el que la educación tiene una gran incidencia y con el cambio de canasta, este componente pasa a pesar menos. Algo adicional que destacar en Chile, son que los índices de incertidumbre económica y política volvieron por primera vez a niveles no observados desde antes del estallido social de 2019, lo que apoya la corrección del premio por riesgo que se ha venido observando. Por el lado político, en abril se cierra el plazo para que los partidos inscriban sus candidatos a las primarias a realizarse en junio. En octubre, se realizarán las elecciones regionales, en las que se eligen alcaldes y gobernadores, entre otros y suelen anticipar en algún grado el resultado de la siguiente elección presidencial. Con respecto a la agenda legislativa del gobierno, no hay mayores avances en las reformas “ícono”, como lo son la de pensiones y el pacto fiscal. En relación con las variables de mercado, las valorizaciones de la bolsa chilena continúan

exhibiendo un descuento tanto histórico como relativo a pares emergentes y se proyectan utilidades creciendo en torno a 5% este año, que puede que se corrijan al alza con reportes corporativos del primer trimestre que sorprendan a los analistas del mercado. El rally del cobre, alineado con las alzas del oro, ha apoyado el buen desempeño de la renta variable chilena; en los primeros tres meses del año subió un 3.3% y en lo que va de abril ha subido más de 6%. En el último mes, se observaron entradas netas de flujos de inversión por 1.7% del AUM a ETFs, lo que junto con las revisiones de crecimiento al alza llevaron a inversionistas extranjeros a retomar su apetito por acciones chilenas. Así, en un contexto de menor incertidumbre, mejor crecimiento, valorizaciones atractivas, ausencia de avance de políticas radicales, pausa en la depreciación del peso chileno, fortaleza del cobre y normalización de utilidades, se decide **mantener el OW en acciones chilenas**.

En **Colombia** se mantiene el ruido político y dentro de los últimos anuncios del presidente, se encuentra la Asamblea Constituyente, que probablemente será rechazada por el Congreso. Si bien descartó querer perpetuarse en el poder, propuso cambios en torno a 8 ejes, dentro de los cuales se encuentra el Banco Central. A su vez, y con respecto a sus reformas, la de salud se archivó, a lo que el gobierno respondió emitiendo un decreto para entregar recursos a clínicas y hospitales, eliminando la intermediación de las Empresas Promotoras de Salud (EPS) y pasando a manejar más de 20 millones de usuarios del sistema de salud. La derrota de la reforma de salud aumentó las tensiones entre los poderes ejecutivo y legislativo, lo que llevó a que la probabilidad de aprobación de las reformas de pensiones y laboral sean casi nulas, teniendo ambas como fecha de expiración el 20 de junio. La actividad económica mostró brotes verdes en enero, expandiéndose un 1.6% anual, sorprendiendo al mercado que pronosticaba una contracción de 0.4% y se espera que el PIB se expanda este año en torno a 1.0%. Por el lado de la inflación, esta sigue a la baja y en marzo se ubicó en 7.4% en doce meses, lo que conversa con un Banco Central que aceleró su ritmo de recortes en su reunión de marzo, bajando la tasa de interés en 50 pbs. hasta 12.25%, en línea con lo esperado por el mercado. Se espera que la tasa de referencia se ubique en 8.0% al cierre del año y la minuta de la última reunión señala que, en adelante, se podrían acelerar los recortes de tasas de interés. A pesar del elevado ruido político, la bolsa colombiana sigue resiliente y con un desempeño significativo con respecto a sus pares, en línea con un precio del petróleo que se fortalece. A su vez, cuenta con valorizaciones atractivas y una P/U *fwd.* que transa casi 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años. Las perspectivas de utilidades para este año son negativas y proyectan la peor contracción dentro de países emergentes, esperando una caída de 6.5% para 2024. Por su parte, el peso colombiano ha sido de las monedas de la región que más se ha apreciado en lo corrido del año, luego del peso mexicano. De esta manera, la bolsa colombiana mantiene un *momentum* positivo, que no ha sido afectado por el aumento del ruido político. Sin embargo, dado el riesgo que esto significa y las negativas perspectivas de utilidades, **se mantiene la posición neutral en acciones colombianas**.

En **Perú** volvió a aumentar el ruido político, con Dina Boluarte envuelta en la polémica de los relojes y declaró en Fiscalía por más de 5 horas. De todas maneras, se mantiene como escenario base que ella se mantenga en el cargo hasta 2026, lo que conversa con las dos mociones de vacancia que se rechazaron en su contra. Esto, dado que en caso de que la presidenta sea sustituida, el parlamento también lo sería. Por otro lado, está el mayor ruido que conlleva la aprobación del séptimo retiro de los fondos de pensiones en la Comisión de Economía del Congreso por hasta 4 UIT, sin límites. Es probable que el ejecutivo intente retrasar la aprobación, pudiendo extenderla máximo hasta junio y con estimaciones que esto signifique un retiro por alrededor de USD 8 mil millones (~30% del sistema). Además, en medio de todo esto, la presidenta decidió cambiar a seis ministros, incluyendo la cartera de Interior, como respuesta al descontento de la población respecto de su gestión. Por el lado de los datos macro, la inflación retomó su tendencia a la baja en marzo y se ubicó en 3.1%, aún por sobre el rango de tolerancia que maneja el Banco Central ($2\% \pm 1\%$). Así, tras la sorpresiva pausa en los recortes de tasa de referencia de parte de la autoridad monetaria en marzo, el mercado espera que en su reunión de abril mantenga su tasa de interés en 6.25%. La actividad económica dejó de caer en enero y se expandió 1.4% anual,

bajo el 1.8% esperado por el mercado. Este año será uno de normalización económica, tras la contracción observada en 2023. Por el lado de las valorizaciones, estas transan en torno al promedio de 5 años, mientras que las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento de doble dígito para este año, que se corrige al alza en el último mes. El aumento en el ruido político y la eventual liquidación de gran parte de los fondos de pensiones, nos lleva a adoptar una postura de cautela respecto de la renta variable peruana. Sin embargo, y debido al *momentum* de la bolsa (índice MSCI, asociado a una contribución positiva del sector minero), se opta por **mantener la posición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina** se mantiene la tónica de datos económicos mejor a los esperados, en particular en lo que refiere a la inflación y la consolidación fiscal. El IPC de febrero avanzó 13.2% en el mes y fue una razón de celebración para el gobierno. Para marzo, el mercado espera continúe la senda de desaceleración y anote una inflación de 12.1% mensual. En este contexto, los analistas han ido ajustando a la baja las expectativas de inflación y según la última encuesta publicada por el Banco Central, las proyecciones de inflación a diciembre son de 189.4% en doce meses (20.8 puntos porcentuales menos que la encuesta de febrero). Por el lado de la actividad, las expectativas se mantienen con respecto a febrero y se proyecta una caída del PIB de 3.5% para 2024 (encuesta del Banco Central), en tanto la recuperación de cara al segundo semestre es aún una incógnita. La actividad de enero continuó a la baja y se contrajo 4.3% anual (1.2% en el mes), en tanto la producción industrial cayó en febrero un 9.9% anual. Por el lado político, se mantiene bastante movimiento y el gobierno continúa intentando avanzar con su agenda. Así, dio a conocer la nueva versión de la Ley Ómnibus, que incluye un tercio de los artículos de la versión anterior. A su vez esperaba la posterior firma del “Pacto de mayo”, sin embargo, en lo más reciente el ejecutivo ha afirmado respecto de los gobernadores “que hagan lo que quieran”. Por el lado del DNU, queda pendiente el voto en la Cámara de Diputados, que, de ser rechazado, el gobierno afirmó que lo dividirá. Por el lado fiscal, Milei afirma que es el ajuste más grande de la historia. Sin embargo, y dado el impacto macro y en la pobreza que este puede tener, el FMI advirtió que el ajuste debe ser de calidad, y no solo enfocarse en la cantidad. En este contexto, Argentina retrasó los pagos al FMI a fines de abril, y puede que de cara a la segunda mitad del año el fondo libere nuevos desembolsos contra la promesa de liberalización del régimen cambiario. A pesar de que las valorizaciones lucen atractivas, en el último mes se revirtieron las entradas netas de flujos de inversión y se observaron salidas de ETFs por 1.6% del AUM. Así, a pesar de datos de inflación que sorprenden, la eventual recuperación económica aún no es un evento cierto y se mantiene la incertidumbre política, por lo que se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

CHINA: Se mantiene la posición neutral

En China, marzo fue un mes menos noticioso que de costumbre, que comenzó con las definiciones económicas de la Asamblea Popular Nacional, en la que se estableció como meta de crecimiento para 2024 un 5.0%, al igual que en 2023, dando ciertas señales del mayor compromiso gubernamental con la actividad económica. A nivel comercial, dadas las restricciones desde EE.UU. del sector de semiconductores, el gobierno está trabajando en un fondo de inversiones para financiar al sector de chips por hasta USD 27 mil millones, intentando avanzar en el desarrollo de tecnología de punta. Por otro lado, siguieron aumentando las importaciones de petróleo ruso, lo que favorece la balanza comercial china dado su carácter de importador neto y el menor valor que este supone con respecto a otros productores, en medio de un alza sostenida del precio del crudo. Por el lado de sus relaciones diplomáticas con EE.UU., la secretaria del tesoro Janet Yellen visitó el gigante asiático, y levantó ciertas alertas, haciendo un llamado al gobierno chino a repensar su estrategia de crecimiento y amenazó con eventuales sanciones, en caso de que los bancos chinos sigan financiando la guerra rusa. Además, continúan aumentando las tensiones con EE.UU. en el frente del Mar del Sur.

Con respecto al sector inmobiliario, continúa la crisis, con un presunto fraude de Evergrande por haber inflado sus ingresos por dos años desde 2020. Por otro lado, Country Garden incurrió en el primer default de su deuda en yuanes. En lo más reciente, Fitch Ratings decidió recortar la perspectiva de la clasificación crediticia china desde estable a negativa,

manteniendo la calificación A+, alertando el aumento de la deuda para evitar una desaceleración económica pronunciada por la crisis inmobiliaria. Sin embargo, la agencia Moody's ya había realizado este movimiento en diciembre pasado y estaba internalizado por el mercado.

En un frente más optimista, el *momentum* económico se fortalece y tanto los PMI oficiales como los Caixin se ubican en terreno expansivo en marzo, tanto para el sector manufacturero como de servicios. La producción industrial avanzó 7.0% interanual acumulado en los primeros dos meses del año, mientras que las ventas minoristas se expandieron 5.5% en el mismo periodo. Pronto se publicará el PIB del primer trimestre de este año, y se espera un crecimiento de 5.0% anual y 1.6% con respecto al trimestre anterior (desestacionalizado), lo que implica una aceleración en relación al cuarto trimestre de 2023 (1.0%). Por otro lado, la inflación dejó de ser negativa en febrero y avanzó 0.7% anual, en tanto en marzo se espera que registre 0.4% en doce meses. Así, aun cuando el Banco Central mantuvo sus tasas de préstamo a 1 y 5 años en la reunión de marzo, señaló que hay espacio para continuar rebajando la tasa de requerimiento de reservas (encaje), pudiendo ser una inyección de liquidez adicional.

Respecto a las valorizaciones, las acciones tipo H (*offshore*) transan con un descuento de 1.4 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las tipo A (*onshore*) tienen una razón P/U a doce meses en torno a su promedio de 5 años. Además, se proyecta que las utilidades crezcan tanto este año como el próximo en torno a 15%. Con respecto a los flujos de inversión al principal ETF, se observan salidas netas de 1.9% del AUM de las acciones tipo H, mientras que para el de las tipo A los flujos estuvieron planos en el último mes.

De esta forma **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas, y una perspectiva más positiva en el mercado local** considerando que a pesar de lo deprimida, la confianza del consumidor aumentó en febrero por tercer mes consecutivo, estímulos fiscales y monetarios que pueden significar más liquidez para los consumidores, y una mejora en los indicadores de *momentum* económico. Por el lado de las acciones *offshore*, se mantiene la cautela ante aumentos significativos en las tensiones comerciales y/o geopolíticas que puedan gatillar salidas de flujos masivos del mercado accionario.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight*

Los mercados accionarios de Asia Emergente ex. China todavía poseen un elevado potencial. Se mantiene la preferencia por acciones surcoreanas, con exportaciones que siguen al alza y una inflación controlada, además del *momentum* que hereda de mercados accionarios desarrollados. Por su parte, a pesar de que Taiwán goza del carácter global, se mantiene la cautela, debido al aumento en las tensiones geopolíticas globales y el papel que juega con China. Por último, se decide neutralizar la posición en India, que a pesar de mantener un *momentum* macro positivo, durante abril y mayo se realizan las elecciones generales, cuyos resultados del parlamento pueden añadir volatilidad al mercado.

Se decide neutralizar acciones indias. Se decide tomar utilidad por la volatilidad que pueden agregar al mercado las elecciones generales que inician el 19 de abril. Por su parte, se mantiene el *momentum* económico y el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 59 pts. y 61 pts. respectivamente en marzo. La inflación de febrero se mantuvo en 5.1% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%), sin embargo, durante los próximos se espera que los precios de los alimentos generen presiones inflacionarias adicionales por olas de calor que podrían afectar la producción agrícola. A su vez, en la última reunión de política monetaria de abril, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50%, comunicando que la batalla con la inflación aún no ha terminado. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en la media de 5 años (P/U *fwd.*). Con respecto a las proyecciones de crecimiento de utilidades, estas se encuentran en torno al 18% y 14% para este y el

próximo año respectivamente, siendo corregidas ambas al alza en los últimos tres meses. Por el lado de flujos de inversión, continúan entradas netas al conjunto de ETFs del país y al ETF más representativo durante el último mes. En relación a la política interna, en abril el país entra en un proceso de elecciones nacionales y los resultados se conocerán el 4 de junio. Se escogerán 543 escaños que conforman el Lok Sabha (parlamento); sólo serían necesarios 272 escaños para obtener la mayoría y el líder del partido ganador será el próximo primer ministro. Las encuestas dan por vencedor a Modi con un 78% de apoyo, siendo así un tercer mandato consecutivo posible, desde 2014 cuando fue electo por primera vez.

Se decide mantener *overweight* en acciones surcoreanas. Pese a un leve deterioro del PMI de manufacturas de marzo (49.8 pts. en terreno contractivo), otros indicadores económicos indicarían la continuidad del *momentum* económico en Corea del Sur. Las exportaciones crecieron 3.1% interanual, siendo el sexto mes consecutivo de expansión, impulsado por la industria de semiconductores, en tanto las exportaciones de chips crecieron 36% anual. Por otro lado, la producción industrial creció 4.8% anual en febrero y la producción de semiconductores se expandió 65% en doce meses, anotando el mayor registro en 14 años. A su vez, la inflación se mantuvo en 3.1% anual en marzo, sobre las expectativas del mercado y el objetivo del Banco Central (2%), mientras que la inflación subyacente continúa con una tendencia marcada de desaceleración (2.4% anual). La autoridad monetaria durante marzo no realizó reunión de política monetaria y el mercado espera que durante la reunión de abril se decida mantener la tasa de referencia en 3.50%. En su reunión de febrero el Banco Central enfatizó que aún es muy pronto para iniciar los recortes de tasa. Por el lado de las valorizaciones, estas transan bajo sus promedios de 5 años (P/U *fwd.*), al mismo tiempo que las proyecciones de crecimiento de utilidades son las más altas dentro de Asia emergente y estas se corrigen al alza para este y el próximo año. A su vez, Samsung y SK Hynix, las empresas más importantes dentro del índice accionario MSCI del país, expandirían su producción de semiconductores a Estados Unidos, con nuevas plantas de producción. En el último mes se registran entradas netas de flujos de inversión al ETF más representativo del país por ~6% del AUM. Por el lado político, el 10 de abril se llevarán a cabo las elecciones legislativas, donde se elegirán 300 miembros de la Asamblea Nacional. La última encuesta pública antes de las elecciones le entrega mayor ventaja al partido gobernante con un 37% de apoyo y son necesarios 151 escaños para controlar del parlamento. De ganar el partido opositor el mercado espera un estancamiento de las políticas proempresariales durante los tres años restantes de gobierno del presidente Yoon.

Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán. Las acciones taiwanesas subieron 5.4% en marzo (en USD), mientras que el dólar taiwanés se depreció 0.3%. El *momentum* económico continúa deteriorado, el PMI de manufacturas siguió en terreno de contracción durante marzo (49.3 pts.). Por el lado de la inflación, se encuentra en 2.1% anual en marzo desde 3.1% en febrero, acercándose a la meta del Banco Central. A su vez, la autoridad monetaria sorprendió al aumentar la tasa de interés durante la reunión de marzo, elevándola en 12.5 pbs. hasta 2.0% desde 1.875%, la más alta desde 2008, debido principalmente a presiones inflacionarias que se mantienen desde 2021. Sin embargo, el gobernador del Banco Central enfatizó que la estructura de la inflación es diferente ahora y que seguirán monitoreando los datos que sean publicados. Por el lado de las valorizaciones, las acciones taiwanesas lucen caras, transando en torno a 1 desv. est. sobre el promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.* Pese a esto, se observan entradas de flujos de inversión de 3% del AUM al ETF más representativo del país en el último mes. A su vez se estima un crecimiento de utilidades para este año en torno al 21% y se corrigen al alza durante el último mes. Por otro lado, un terremoto de 7.4 grados sacudió la isla durante la mañana del 3 de abril. El sismo fue el más grande en los últimos 25 años, hiriendo a más de 700 personas y dejando a 9 fallecidos, además de dañar parte de la infraestructura. La producción de semiconductores fue paralizada para evacuar a los trabajadores, esto pone en riesgo la producción debido a que algunos chips de alta gama se producen 24 horas del día y los 7 días de la semana. Por otro lado, según un acuerdo preliminar, Taiwan Semiconductor Manufacturing Co obtendrá USD 6.6 *billion* en subsidios y USD 5 *billion* en créditos para plantas de producción de semiconductores en Arizona.

Se mantiene la posición neutral en Indonesia. Las cifras oficiales sobre las elecciones presidenciales dan por ganador a Prabowo Subianto, actual ministro de defensa del país, con un 58% de los votos a favor y asumirá el cargo el 20 de octubre, por cinco años de mandato. Aunque el presidente electo ha llamado a la unión, surgen preocupaciones por medidas populistas y nacionalistas. Las acciones de Indonesia se quedaron atrás con respecto a pares de Asia, rentando 0.6% (en USD) durante marzo, mientras que la rupia se depreció 0.3%, alcanzando mínimos de 4 años lo que provocó la intervención del Banco Central, quién comunicó que de persistir la presión sobre la moneda la tasa de referencia podría aumentar. Por el lado económico, continúa con un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas sube a 54.2 pts. en marzo, el nivel más alto desde noviembre de 2021. Por su parte, la inflación se aceleró hasta 3.1% anual en marzo desde 2.8% el mes previo, dentro del rango meta (2-4%). Durante la reunión de política monetaria de marzo se decidió mantener la tasa de referencia en 6.0%, y el comunicado destacó que no hay apuro en iniciar el ciclo de recorte de tasas, hecho que podría retrasarse debido a las presiones sobre la moneda. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas, encontrándose bajo de su promedio histórico (tanto P/U *fwd.* como P/VL). A la vez que las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para 2024 y 2025 y aumentan las restricciones a las importaciones para impulsar la producción nacional, lo que podría gatillar un déficit de productos, desde artefactos tecnológicos hasta neumáticos. Por el lado de **Tailandia se decide mantener el *underweight***. El Tribunal Constitucional aceptó la solicitud de la Comisión Nacional Electoral de disolución del partido opositor “*Move Forward*”. El partido busca reformar una ley que protege de las críticas a la monarquía, la cual es interpretada como un intento de derrocar el gobierno en el cual el rey es jefe de Estado. Por el lado económico, este continúa débil y el PMI de manufacturas registra 49.1 pts. en marzo, en terreno contractivo por octavo mes consecutivo. Por el lado de los precios, la inflación sigue con registros negativos por sexto mes consecutivo (-0.5% a doce meses en marzo). Durante marzo no se realizó reunión de política monetaria y la tasa de referencia se mantiene en 2.50%, para la reunión de abril el Banco Central comunicó que evaluaría la actual postura debido a la debilidad de la economía, sin embargo, el mercado internaliza que se mantendrá la tasa en el nivel actual. Por el lado de las acciones, éstas cayeron 1.2% durante marzo (en USD), siendo el peor desempeño accionario dentro de Asia EM. Sin embargo, las valorizaciones de las acciones transan bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.*) y las proyecciones de crecimiento de utilidad se corrigen a la baja para este año, proyectando un crecimiento del orden del 14%, mientras que se corrigen al alza para el próximo año.

EMEA: se mantiene el *underweight*

EMEA se quedó atrás durante marzo, marcada por procesos eleccionarios que sucedieron o están por venir, a pesar del buen desempeño de los *commodities*. Sin embargo, en lo que va de abril los mercados accionarios avanzan, en medio de conflictos geopolíticos con mayor preponderancia en la región, que presionan al alza los precios de *commodities* energéticos y metálicos. Así, se mantiene el *UW* acotado, y la visión de cautela en algunos países, aunque se neutralizan las subexposiciones en Turquía y Sudáfrica; el primero, tras un reconocimiento del gobierno de la pérdida de capital político tras las elecciones, y el segundo, por un *momentum* positivo de los precios de *commodities*.

Las acciones **sudafricanas** durante marzo rentaron 4.1% (en USD), impulsadas por el *rally* del oro y la fortaleza de la moneda. Gold Fields y AngloGold, se encuentran dentro de las 10 empresas más importantes del índice accionario del país y en conjunto representan ~13%, dedicadas a la explotación del oro, cuyo precio subió en marzo 8.1% (en USD) impulsando al mercado accionario, a la vez que el rand sudafricano se apreció 1.4% respecto al dólar. Eskom, empresa pública de electricidad en Sudáfrica, ha presentado menos cortes de electricidad no planificados, aunque han sido compensados en parte por cortes planificados por mantenimiento, lo que significa que la disponibilidad de energía de este año es similar a la del año pasado. Aunque, la demanda de energía de Eskom se ha reducido, esto se debe en parte a la utilización de fuentes alternativas y al aumento de precios. Sin embargo, la menor cantidad de cortes de electricidad ha mejorado las perspectivas económicas. Por otro lado, los apagones son uno de los temas dominantes en la elección de la

Asamblea Nacional, en mayo de este año, donde el partido Congreso Nacional Africano (ANC, partido gobernante), podría perder la mayoría de los votos por primera vez desde 1994, lo que entregaría una señal de descontento por el débil desempeño. Las encuestas entregan un apoyo del 39% para ANC, lejos del 57.5% que obtuvo en las elecciones de 2019. Por el lado económico, el *momentum* se deteriora y el PMI de manufacturas de marzo retrocede a terreno contractivo (48.4 pts.). Con respecto a la inflación, continúa dentro del rango objetivo (3.0% a 6.0%), aunque aumentando a 5.6% anual en febrero, acelerándose respecto al mes previo (5.3%), mientras la subyacente se aceleró hasta 5.0% interanual (4.6% ene.). Durante la última reunión de política monetaria en marzo, el Banco Central decidió mantener la tasa en 8.25%, mientras que el mercado ha retrasado el inicio de recortes de la tasa de referencia hasta septiembre de este año desde el segundo trimestre de este año, aunque manteniendo un recorte inicial de 25 pbs. bajando a 8%. Respecto a las valorizaciones, las acciones transan sobre media desviación estándar de su promedio de 5 años (*P/U fwd.*), mientras que las proyecciones de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son positivas y de doble dígito y ambas se corrigen al alza. Pese a este contexto de incertidumbre política, la recuperación de las perspectivas económicas y el impulso tanto de la moneda como de los *commodities* **se decide neutralizar las acciones sudafricanas** pese a valorizaciones ajustadas.

Se decide neutralizar la subexposición en acciones turcas. El 31 de marzo se llevaron a cabo las elecciones municipales, donde el partido opositor a Erdogan lideró las elecciones por primera vez en la historia, con un apoyo de 38% sobre el 36% de los votos para el partido gobernante (con el 99.8% de los votos contados). Erdogan reconoció la derrota en un discurso frente a sus seguidores prometiendo autocrítica, respeto por el resultado y recuperar el apoyo de los votantes para las próximas elecciones presidenciales en 2028. Durante marzo las acciones turcas rentaron -4.2% (en USD), mientras que la lira turca se depreció 3.5%. El *momentum* económico continúa débil. El PMI de manufacturas de marzo mejoró levemente y por segundo mes consecutivo supera los 50 pts., luego 8 meses de encontrarse en terreno contractivo. Sin embargo, la inflación se aceleró hasta 68.5% anual en marzo desde un 67% el mes previo, y sobre las expectativas para el primer trimestre de este año. Los precios se vieron presionados principalmente por servicios, alimentos y energía debido a los riesgos geopolíticos. En tanto la medida subyacente continúa con una tendencia al alza y alcanza un nuevo máximo en 75.2% anual, sobre las expectativas. A su vez, el Banco Central durante la reunión de política monetaria de marzo decidió aumentar la tasa de referencia en 500 pbs. hasta 50%, para contrarrestar las persistentes presiones inflacionarias y las autoridades comunicaron que no dudarían en aumentar la tasa de ser necesario para mantener las proyecciones de inflación. La medida también entregó tranquilidad a los inversionistas debido a que demuestra la independencia del Banco Central en un mes de significativos acontecimientos políticos. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno a sus promedios de 5 años (*P/U fwd.*). Por su parte, las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y de doble dígito para 2024 y 2025, sin embargo, ambas se corrigen a la baja durante el último mes. A la vez que el ETF más representativo del país presenta entrada de flujos por el 4% del AUM durante el último mes. De esta forma, pese a una inflación persistente y aumentos de tasas de interés **se decide neutralizar las acciones turcas**, ya que luego de las elecciones el tono de autocrítica de Erdogan fue bien recibido y una inflación alta ha generado que las personas se refugien en activos reales como las acciones, donde en lo corrido del año las acciones han rentado ~20%.

Se decide mantener neutral el resto de las economías de Europa EM (Polonia y Grecia). El *momentum* económico es divergente; el PMI de manufacturas de Polonia continúa en terreno contractivo y en Grecia se encuentra en terreno expansivo y mejorando. Por el lado de Polonia, los legisladores iniciaron una investigación sobre el gobernador del Banco Central, incrementando el riesgo de destitución. Al mismo tiempo en que la inflación en la economía cae bajo el objetivo por primera vez en 36 meses. Por el lado de Grecia, una noticia positiva es los bancos podrían pagar dividendos por primera vez desde 2008, aunque continúan las protestas de los agricultores lo que podría impulsar a la Unión Europea replantear los acuerdos “verdes” para alcanzar el cero neto de emisiones en 2050. A pesar de las descontadas valorizaciones, el ruido político nos lleva a mantener la cautela en estos mercados accionarios.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** continúa en amplio terreno expansivo durante marzo (57.0 pts.). El índice de precios al consumidor continúa sin presiones, registrando 1.8% anual en febrero. A su vez, el Banco Central mantiene su tasa de referencia en 6.0% desde julio del año pasado, y el mercado espera que inicie recortes posteriores a movimientos del Fed, debido al tipo de cambio fijo. Por el lado accionario, las acciones saudíes rentaron -1.4% en marzo (en USD), a su vez, estas transan en torno a sus promedios de 5 años (P/U *fwd.*) y las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y a doble dígito para este y el próximo año, corrigiéndose al alza las expectativas para 2024. Con respecto a los flujos de inversión, se observan salidas netas durante el último mes en el conjunto de ETFs del país y en el ETF más representativo del país por 3% de AUM. Esta economía -altamente dependiente del petróleo- implementó recortes de producción voluntarios en 2023, que durante marzo se aumentaron a 2 millón de barriles diarios. En abril las autoridades comunicaron la continuidad de política de límite de producción al menos durante el segundo trimestre de 2024. El precio del petróleo Brent en lo corrido del año ha subido ~18%, durante los primeros días de abril alcanzó máximos no vistos desde octubre del año pasado debido las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, recuperando la caída de los últimos meses del año pasado. Por el lado geopolítico, Antony Blinken, secretario de Estados Unidos, visitó Arabia Saudita durante marzo con el objetivo de establecer una relación diplomática de largo plazo entre Israel y Arabia, hito relevante para estabilizar las tensiones en Medio Oriente. Aun teniendo en cuenta la resiliencia económica y el rally de precios del petróleo, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes** debido a valorizaciones ajustadas y salida de flujos.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el neutral en *treasuries* de 5 años, 10 años y 30 años, al igual que posición en TIPS

Durante marzo el Banco de la Reserva Federal volvió a sorprender a los mercados y, a pesar de las sorpresas inflacionarias de enero y febrero, el comité mantuvo su proyección de 3 recortes de tasa este año, argumentado que en el camino hacia la meta inflacionaria veríamos ciertos “*baches*” entregando una señal *dovish* al mercado. Con el inicio de abril el escenario cambió radicalmente con la llegada de nuevos datos económicos, en donde, se mantiene la fortaleza de la economía norteamericana con un mercado laboral que sigue en niveles de pleno empleo y una creación de empleo de marzo que supera nuevamente las expectativas. Por el lado de la inflación, el IPC *headline* de marzo sorprendió al alza acelerándose a 3.5% en doce meses, mientras que la medida subyacente se mantiene estable en 3.8% interanual, de manera que la inflación supera nuevamente las expectativas por tercer mes consecutivo y se comienza a poner en duda la transitoriedad de los últimos registros junto con la senda de convergencia a la meta inflacionaria. Es así que, el mercado continuó moderando sus expectativas de recortes de tasas para este año a 2 recortes, por debajo de los 3 recortes esperados actualmente por el Fed, y posterga el comienzo de éstos a la reunión de julio. De esta manera, tras un mes de marzo con tasas relativamente estables, con los nuevos datos económicos las tasas del bono del tesoro comienzan a subir a lo largo de la curva alcanzando nuevos máximos de este año. Es así que, el *treasury* de 10 años sube sobre 4.50%, mientras que la de tasa de 2 años llega a 4.95%, profundizando la inversión de la curva ante la mayor reacción de las tasas cortas a la política monetaria. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- cayó por debajo de su promedio de 5 años hasta 86 pts., sin embargo, con el inicio de abril y el alza en las tasas, la volatilidad comienza a aumentar y sube nuevamente a 100 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, aumentaron en los plazos más cortos tras las sorpresas inflacionarias de los últimos tres meses incorporando la expectativa de una inflación que cede más lento en el corto plazo, alcanzando 2.92% y 2.31%, respectivamente. De esta manera, en el corto plazo observamos espacio para una corrección al alza en las tasas considerando que el aumento de los riesgos inflacionarios y la actual fortaleza de la economía norteamericana no parecen alinearse con el ciclo de recortes proyectado por el Fed y comienza a verse cada vez más posible un escenario de “*no landing*”, en donde la economía norteamericana no se desaceleraría, implicando menos recortes y tasas altas por más tiempo. En un horizonte de tiempo más largo, a pesar de que este año comenzarían

los recortes, se mantiene la incertidumbre con respecto a la política fiscal estadounidense y los riesgos de largo plazo que implica. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración, junto con una posición neutral en treasuries y TIPS, sin embargo, los niveles actuales de tasas nos parecen atractivos para cerra gaps de duración.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se disminuye exposición pasando de neutral a UW

En cuanto a la deuda desarrollada, este último mes se profundiza la divergencia entre países desarrollados con EE.UU. y Europa enfrentando distintos escenarios a medida que sus respectivos bancos centrales se aproximan a un inicio del ciclo de recortes de tasas. En EE.UU., las últimas semanas estuvieron marcadas por un Fed más *dovish* manteniendo las proyecciones de 3 recortes de tasas este 2024, una inflación más persistente por sobre las expectativas y un mercado laboral y actividad económica que se mantienen resilientes al ajuste monetario. Es así que ante la fortaleza actual de la economía norteamericana, el mercado espera 2 recortes este año y retrasa el inicio de estos a julio o incluso septiembre, ante la mayor inflación y la posibilidad de un escenario de “*no landing*”. Por su parte en Europa, el escenario es bastante distinto y la economía comienza a recuperar *momentum* tras un inicio de año más negativo, en donde la inflación vuelve a desacelerarse, la tasa de desempleo se mantiene estable en 6.4% y la actividad económica muestra ciertas señales de mejora. De esta manera, en su reunión de marzo el Banco Central Europeo ajustó a la baja su expectativa de crecimiento e inflación este año, internalizando un escenario de bajo crecimiento económico, pero con una inflación que continúa cediendo. En cuanto a política monetaria el Banco Central Europeo se ha mantenido bastante alineado en su discurso desde diciembre, resaltando su enfoque de data dependencia y mencionando que requieren más confianza en que la inflación se dirige hacia la meta del 2% antes de iniciar el ciclo de recortes de tasas. Sin embargo, los últimos comentarios de los miembros BCE parecen apuntar a un primer recorte en junio, expectativa que se consolida en el mercado, de manera que la Zona Euro comenzaría con el ciclo monetario expansivo antes que EE.UU. En cuanto a *Investment Grade*, tras un mes de marzo con tasas relativamente estables, con el inicio de abril las tasas aumentaron significativamente ante los fuertes datos del mercado laboral y las nuevas sorpresas inflacionarias en EE.UU. Por su parte, a pesar de que la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, la fortaleza económica ha llevado a los *spreads* a niveles poco atractivos, mientras que la creciente preocupación por los últimos datos inflacionarios presiona las tasas al alza y le resta atractivo a la duración de la clase de activo en el mediano y corto plazo. Debido a esto, **se reduce la exposición en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

Respecto a *high yield*, en este entorno de fortaleza económica y aumentos en tasas base la clase de activo se ha mantenido resiliente debido a la menor duración y a los *spreads* que continúan comprimiéndose y se acercan niveles mínimos de la última década. De esta manera *high yield*, sigue ofreciendo protección frente a los ajustes de tasas, en un escenario de amplia incertidumbre en el mercado con respecto al camino de la política monetaria estadounidense. Por otro lado, la clase de activo mantiene un nivel de *yield* relativamente alto de 7.8% a costo de una menor calidad crediticia, sin embargo, de momento la fortaleza del mercado laboral que se mantiene en niveles de pleno empleo y un crecimiento económico por sobre las expectativas han contribuido a mantener los *spreads* comprimidos. Dado lo anterior, a pesar de la excelente protección de la clase de activo frente a los movimientos de tasas consideramos en términos de valorizaciones que hay poco espacio para mayores compresiones de *spreads* restándole atractivo a la clase de activo frente a en un entorno en que aún se mantienen presentes los riesgos geopolíticos. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral en Global HY.**

DEUDA EMERGENTE: En la deuda soberana mantiene el neutral IG, mientras que se neutraliza el UW HY. En bonos corporativos se aumenta el OW en HY y se mantiene el OW IG, mientras que en *local markets* se mantiene neutral

Con respecto a la deuda emergente, tras dos primeros meses de buenos desempeños relativo a la deuda desarrollada, en marzo la renta fija de países emergentes acumuló desempeños positivos sin grandes diferencias al mundo desarrollado,

con un *outperformance* en bonos soberanos y leve *underperformance* en bonos corporativos. Con el inicio de abril observamos como las tasas de los *treasuries* norteamericanos comienzan a subir ante nuevas presiones inflacionarias generando retornos negativos en los activos de renta fija, sin embargo, la renta fija emergente se mantiene resiliente a los ajustes de tasas externas. Este comportamiento más defensivo se explica principalmente por cierto grado de desacople de las tasas locales con las tasas de los *treasuries*, en donde múltiples bancos centrales emergentes continúan con un ciclo de recortes de tasas de política monetaria, mientras que los países desarrollados retrasan el inicio del ciclo. Bajo el contexto anterior, mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante las caídas en tasas, disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose. Respecto a la deuda soberana emergente, durante marzo la clase de activo continuó con su buen desempeño por sobre el de la deuda corporativa, dicho *outperformance* es explicado principalmente por grandes compresiones de *spread* en el segmento *High Yield*. Por otro lado, durante el primer trimestre de 2024 la deuda soberana emergente se ha mostrado defensiva frente a los aumentos en los *treasuries*, ofreciendo cierta des correlación a los factores externos. Sin embargo, a pesar de los elevados niveles de *yield*, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hacen más vulnerable a conflictos geopolíticos globales, por lo que a pesar de que se toma una posición tanto en *HY* como en *IG* mantenemos preferencia por la deuda corporativa.

En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene preferencia tanto por *High Yield* como por *Investment Grade*, especialmente en Latinoamérica dada la menor exposición de la región a conflictos geopolíticos, la buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales en un ciclo de ajuste monetario expansivo. Por el lado *High Yield*, se mantiene como la clase de activo de renta fija de mejor desempeño en lo que va en el año con una rentabilidad acumulada de 4.2%. De esta manera, *High Yield* se consolida y se mantiene resiliente al ajuste monetario dada su menor duración y mayor *yield* de 8.6%, lo que entrega un colchón adicional por sobre el mundo desarrollado incorporando un mayor riesgo de crédito, el cual se mantiene acotado con las expectativas de default este 2024 estables en torno en 4%. En cuanto a los *spreads*, si bien parecen bajos con respecto su promedio histórico, estos se alinean a los movimientos globales y a la mejora de perspectivas del escenario económico mundial, y esperamos que se mantengan en los niveles actuales. Por su parte, *Investment Grade* se mantiene como una opción atractiva desde una perspectiva de riesgo-retorno, ofreciendo un *yield* de 5.8%, una mayor protección a eventos de riesgos dada su mayor calidad crediticia y una mayor duración que beneficiaría a la clase de activo a medida que los bancos centrales emergentes continúan con el ciclo de recortes de tasas y los desarrollados se acercan a su inicio.

Respecto a *local markets*, en marzo el dólar sube levemente en línea con la baja volatilidad de las tasas y la menor dispersión de expectativas de la política monetaria entre el Fed y el mercado. Es así que, la moneda norteamericana se apreció un 0.3% (DXY) durante marzo, mientras que las monedas emergentes presentaron divergencias, con monedas como el peso mexicano y el peso colombiano apreciándose un 3% y 2.5%, mientras que la lira turca y el baht tailandés se depreciaron 3.5% y 1.7% en marzo, respectivamente. En abril, el dólar se deprecia, otorgándole espacio a las monedas emergentes para apreciarse como observamos en los primeros días del mes. En el corto plazo, esperamos que esta tendencia se mantenga, ya que con el mercado esperando menos recortes que el Fed se encuentra ya internalizado un camino más *hawkish* en cuanto a la política monetaria reduciendo riesgos despreciativos, sin embargo, se mantienen elevada la incertidumbre y el efecto del diferencial de tasas en la moneda se mantiene dependiente las decisiones de política monetaria de cada país por lo que esperamos que se mantengan estas divergencias entre monedas emergentes. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos IG, mientras que se neutraliza el UW en bonos soberanos HY. En los bonos corporativos se aumenta la exposición a HY y se mantiene el OW en IG. Se mantiene el neutral en local markets.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | ABRIL 2024

Monedas	Bench.	Marzo	Abril	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	56.3%	56.3%	OW	1.2%
EUR	7.4%	5.8%	5.8%	UW	-1.7%
GBP	1.5%	1.2%	1.2%	UW	-0.3%
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	33.6%	34.3%	34.3%	OW	0.7%
	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 toman posiciones activas.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | MARZO 2024

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	2.5%	1.3%	1.2%	0.0	-2.9
Renta Fija	50%	45%	-5%	0.8%	0.4%	0.3%	4.4	-0.8
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-6.0	
Oro	0%	0%	0%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.66%	1.60%	-1.6	-3.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	3.2%	0.43%	0.37%	-1.3	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	3.4%	0.04%	0.00%	-1.1	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	4.5%	0.13%	0.11%	-1.0	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	1.5%	0.23%	0.23%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	4.6%	0.65%	0.65%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	3.8%	0.14%	0.14%	0.0	
Japan	4.9%	4.9%	0.0%	2.3%	0.11%	0.11%	0.0	
Desarrollados	56.0%	52.2%	-3.8%	3.1%	1.73%	1.60%	-3.4	
LatAm	4.1%	7.1%	3.0%	1.0%	0.04%	0.07%	-4.4	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	4.1%	0.03%	0.03%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	0.9%	0.12%	0.12%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	4.0%	0.63%	0.67%	1.5	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.7%	-0.2%	-0.6%	-0.04%	-0.04%	0.6	
Emergentes	44.0%	47.8%	3.8%	1.8%	0.79%	0.86%	-2.3	
Equities					2.53%	2.47%	-5.8	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	0.5%	0.03%	0.03%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	0.6%	0.07%	0.07%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	0.5%	0.04%	0.04%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	1.2%	0.31%	0.31%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	1.0%	0.04%	0.04%	0.0	
Deuda Desarrollados	57.7%	57.7%	0.0%	0.9%	0.51%	0.51%	0.0	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	1.2%	0.06%	0.06%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.5%	-1.0%	2.8%	0.16%	0.13%	-2.0	
EM Corporate IG	3.6%	4.1%	0.5%	0.9%	0.03%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	5.0%	5.5%	0.5%	1.1%	0.06%	0.06%	0.2	
EM Local Markets	23.2%	23.2%	0.0%	-0.1%	-0.03%	-0.03%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	42.3%	0.0%	0.6%	0.27%	0.25%	-1.8	
Fixed Income					0.78%	0.77%	-1.8	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de marzo 2024

En marzo se aumentó la asignación a acciones desde *UW* a neutral, se mantuvo bonos en *underweight*, y se asignó 5% a caja. Al cierre de marzo la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 1.6%, 5 pbs. bajo el *benchmark*, principalmente por la posición en caja y la selectividad.

Durante marzo a nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó pérdidas por la posición larga en caja en un mes en que tanto la renta fija como variables extendieron las ganancias; (ii) la selección de instrumentos fue negativa: generó pérdidas la posición corta Europa y el *OW* de LatAm. En bonos nos perjudicó la posición corta en EMBI HY.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.6%	2.4%	2.4%	9.2%	0.6%	3.9%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	2.4%	2.4%	9.7%	-0.6%	3.2%	2.9%	3.8%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-5	-6	-6	-50	120	76	73	130	
Acciones	2.5%	5.1%	5.1%	15.6%	1.5%	6.1%	4.9%	3.8%	15.2%
Benchmark	2.5%	5.2%	5.2%	15.8%	1.4%	6.1%	4.8%	3.4%	15.1%
Europe ex UK	3.2%	5.4%	5.4%	12.5%	3.5%	6.7%	2.7%	3.1%	20.0%
Europe Small Cap ex UK	3.4%	0.8%	0.8%	5.6%	-2.9%	5.1%	3.5%	7.0%	23.9%
UK	4.5%	3.1%	3.1%	10.9%	7.6%	5.1%	2.9%	4.4%	19.6%
US Large Cap Growth	1.5%	11.8%	11.8%	43.5%	13.0%	19.4%	16.6%	--	21.5%
US Large Cap Value	4.6%	9.0%	9.0%	20.6%	8.3%	9.4%	8.5%	--	16.8%
US Small Caps	3.8%	5.6%	5.6%	22.2%	2.9%	9.6%	8.8%	9.2%	23.7%
Japan	2.3%	10.2%	10.2%	23.5%	1.6%	5.6%	4.6%	2.2%	15.8%
Desarrollados	3.2%	8.9%	8.9%	25.1%	8.6%	12.1%	9.4%	6.9%	19.2%
LatAm	1.0%	-4.0%	-4.0%	22.1%	10.9%	3.7%	1.8%	8.1%	30.7%
LatAm Small Cap	4.1%	-2.0%	-2.0%	21.2%	2.7%	0.6%	-2.0%	6.5%	33.6%
China	0.9%	-2.2%	-2.2%	-17.1%	-18.9%	-6.3%	1.2%	6.6%	26.7%
EM Asia ex China	4.0%	6.2%	6.2%	22.7%	2.8%	9.6%	7.1%	--	20.3%
EM Asia Small Cap	0.3%	0.9%	0.9%	22.4%	3.7%	9.3%	6.0%	9.2%	19.9%
EM Europe and Middle East	-0.6%	0.0%	0.0%	6.9%	-8.1%	-4.4%	-4.6%	2.2%	20.3%
Emergentes	2.5%	2.4%	2.4%	8.4%	-5.6%	1.8%	2.9%	7.7%	19.2%
Renta fija	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.5%	-2.5%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.8%	-0.4%	-0.4%	3.7%	-2.9%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Treasuries 5Y	0.5%	-0.8%	-0.8%	0.6%	-2.6%	0.1%	0.9%	3.1%	4.7%
Treasuries 10Y	0.6%	-1.6%	-1.6%	-2.4%	-4.2%	-1.0%	0.8%	3.4%	8.3%
Treasuries 30Y	0.5%	-3.9%	-3.9%	-8.2%	-9.7%	-4.1%	0.6%	4.1%	17.3%
US Tips	0.8%	-0.1%	-0.1%	0.5%	-0.5%	2.5%	2.2%	4.3%	6.2%
Global Corporate IG	1.2%	-0.8%	-0.8%	5.1%	-2.8%	0.8%	1.4%	4.3%	9.0%
Global Corporate HY	1.0%	1.4%	1.4%	11.0%	0.8%	3.4%	3.5%	6.8%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	0.9%	-1.1%	-1.1%	2.0%	-3.7%	0.0%			
EM Sovereign IG	1.2%	-0.8%	-0.8%	3.4%	-3.4%	0.4%	2.4%	5.7%	9.7%
EM Sovereign HY	2.8%	4.5%	4.5%	18.9%	2.4%	1.4%	2.9%	7.5%	14.6%
EM Corporate IG	0.9%	1.1%	1.1%	6.0%	-1.8%	1.4%	2.7%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.1%	4.4%	4.4%	9.9%	-1.6%	1.9%	4.1%	--	10.8%
EM Local Markets	-0.1%	-1.0%	-1.0%	2.9%	-0.4%	1.0%	0.1%	--	9.9%
Deuda Emergentes [1]	0.6%	0.5%	0.5%	5.5%	-1.2%	0.0%			
Caja	0.5%	1.3%	1.3%	5.3%	2.6%	2.0%	1.4%	1.5%	0.6%
Oro	8.1%	6.5%	6.5%	11.9%	9.4%	11.3%	5.5%	9.7%	14.7%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.