

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Mar	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-6.0%	-1.0%	-1.0%	15.3%	9.8%	4.3%	6.0%	5.5%	10.4%
Benchmark	-5.9%	-1.1%	-1.1%	14.8%	9.9%	3.5%	5.3%	4.3%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-6	17	17	55	-14	77	74	121	
Acciones	-9.2%	-1.9%	-1.9%	24.0%	14.8%	6.5%	8.4%	4.7%	15.2%
Benchmark	-9.3%	-1.9%	-1.9%	24.0%	15.1%	6.5%	8.4%	4.2%	15.1%
Renta Fija	-2.6%	-0.5%	-0.5%	5.9%	4.8%	0.6%	2.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	-2.6%	-0.5%	-0.5%	5.9%	4.8%	0.3%	1.9%	3.7%	6.5%
Caja	0.3%	0.9%	0.9%	4.1%	4.8%	3.4%	2.3%	1.7%	0.6%
Oro	-11.8%	5.5%	5.5%	47.9%	32.5%	22.2%	14.1%	12.2%	16.1%

Resultados al 31 de marzo de 2026

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## A hazy shade of winter<sup>1</sup>

La prolongación del conflicto en Medio Oriente hasta abril mantiene elevada la volatilidad y provocó caídas sincronizadas en los mercados financieros durante marzo. La falta de visibilidad sobre la duración de la guerra, sumada a la creciente fragilidad del entorno macroeconómico, nos lleva a reforzar una postura de cautela en los portafolios de inversión. La retórica impredecible del presidente Donald Trump ha añadido una capa adicional de incertidumbre que complica la toma de decisiones de inversión. Sus sucesivas declaraciones dan a entender que está interesado en acabar cuanto antes con el conflicto, pero la poca confiabilidad de sus palabras —que oscilan entre promesas de resolución rápida y amenazas apocalípticas sobre "el fin del mundo"— dificulta la evaluación racional de escenarios. Este entorno refuerza la convicción de mantener portafolios ampliamente diversificados como protección ante la elevada volatilidad y correlación positiva entre acciones y bonos.

En el plano macroeconómico global, la economía continúa mostrando señales dispares. En Estados Unidos, el mercado laboral entrega señales mixtas y su evolución será determinante para el rumbo de la política monetaria. De esta manera, si los datos de empleo comienzan a decepcionar, creemos que el Banco de la Reserva Federal (Fed) optaría por dar mayor peso a la protección del empleo sobre la inflación, lo que podría reactivar la discusión sobre recortes de tasas. En este contexto, la última reunión del Fed realizada en marzo mostró que la cautela estuvo detrás de la decisión de mantener el rango de tasas, mientras que el *dotplot* siguió mostrando una baja de tasas de 25 pbs. para 2026. Sin embargo, el mercado prevé que el rango actual se mantenga en lo que resta del año, con un dato de creación de empleo de marzo que sorprendió con 178 mil nuevos puestos de trabajo, mientras que el dato de febrero se revisó a la baja para mostrar una destrucción de 133 mil empleos.

## Índice

A hazy shade of winter..... 1

Asignación de Activos | Abril 2026 ..... 4

Resultados TAACo Global Marzo 2026.....23

Desempeño Histórico.....24

Conflicto en Medio Oriente: aumento de volatilidad y correlación positiva entre RV y RF

Giro en la política monetaria

<sup>1</sup> "Un tono invernal difuso", canción de Simon & Garfunkel

Por su parte, inflación ha vuelto al centro de la escena por el repunte del precio del petróleo, impulsado por las tensiones en Medio Oriente. La obstrucción del estrecho de Ormuz genera un shock de oferta de materias primas energéticas, añadiendo presión a los bancos centrales, que enfrentan el dilema de controlar la inflación, que a su vez puede deteriorar la actividad económica. Por su parte, hoy vemos autoridades monetarias mundiales actuando con prudencia ante un panorama incierto, y anticipamos que la inflación subyacente en EE.UU. podría tardar más en converger al 2% objetivo –si bien la inflación en servicios da señales de moderación, la de bienes tardará más en bajar ante el mencionado shock. En nuestra visión, este contexto justifica mantener clases de activo que nos protejan ante un escenario más probable de estancflación.

Riesgo de estancflación:  
Inflación tardará más en converger

En materia política y de cara a las elecciones de medio término en EE.UU., el panorama político añade otra capa de incertidumbre. La posibilidad de un triunfo demócrata en ambas cámaras del Congreso podría acentuar el estancamiento legislativo; sin embargo, hasta ahora -exceptuando marzo- los mercados y la economía han mostrado resiliencia pese a la política. De hecho, los mercados comienzan a ver con mayor probabilidad un escenario de Cámara de Representantes y Senado bajo control demócrata.

Mercados y economía por carril separado de la política

A nivel regional, el impacto del choque geopolítico es heterogéneo. Europa se perfila como uno de los principales perdedores dada su alta dependencia energética y la necesidad de aumentar gasto fiscal en defensa. De esta manera, se anticipa un mayor deterioro fiscal en la Eurozona, con déficits crecientes que añadirían presión a economías ya estancadas.

Europa: perdedor de la escalada del conflicto

Por el contrario, Rusia y China emergen como ganadores relativos en este escenario: Rusia se beneficia del alza de los *commodities* y de la distracción de Occidente, mientras que China podría jugar un rol clave en una eventual resolución del conflicto, reforzando su posición estratégica.

Rusia y China como ganadores relativos

Fuera de las potencias, otros mercados emergentes exportadores de materias primas salen fortalecidos en algunos aspectos. América Latina, al estar geográficamente alejada del conflicto y ser una región exportadora de *commodities*, es menos vulnerable que otras zonas a una guerra prolongada en Medio Oriente. Dentro de la región, Brasil -como exportador neto de petróleo-, experimentaría una mejora en sus cuentas fiscales y perspectivas de crecimiento si el crudo se mantiene en niveles elevados. En efecto, históricamente los mercados accionarios latinoamericanos se benefician estructuralmente de la coyuntura de altos precios de materias primas.

América Latina es menos vulnerable que otras regiones

Por su parte, el oro ha recuperado su atractivo como activo estratégico en el contexto actual. Las nuevas presiones inflacionarias, la incertidumbre geopolítica y la corrección de marzo refuerzan nuestra visión positiva sobre el oro. Históricamente, este activo ha mostrado un comportamiento sobresaliente en episodios de inflación elevada y tensiones geopolíticas.

Oro recupera atractivo

Por otra parte, la innovación tecnológica brinda un contrapeso positivo a la incertidumbre coyuntural; la inteligencia artificial (IA) tiene un carácter estructuralmente desinflacionario y las ganancias de productividad derivadas de ella son positivas para el crecimiento económico. No obstante, persiste incertidumbre sobre los ganadores y perdedores de esta revolución tecnológica.

IA como contrapeso positivo

En este escenario altamente incierto, es difícil no considerar en el análisis los riesgos de eventos extremos. Un agravamiento de la situación en el Golfo Pérsico podría generar disrupciones en la oferta que se extiendan más allá del conflicto, elevando aún más la inflación y forzando expectativas de tasas de interés más altas, con efectos contractivos sobre la actividad económica. La combinación actual de tensiones geopolíticas, presiones inflacionarias y desequilibrios fiscales configura un entorno en el que la interpretación de los datos será clave para anticipar posibles cambios de rumbo, ante el latente riesgo de estanflación que emerge en la medida que el conflicto se prolonga.

Riesgos: agravamiento del conflicto

El escenario global llama a la prudencia, lo que nos lleva a mantener en neutral la posición en acciones, con una subponderación en Europa, que consideramos perdedor estructural del conflicto. En otras regiones, subimos la exposición a acciones US *Large Cap growth*, aprovechando la corrección en valorizaciones, especialmente en las *Magnificent 7*. En línea con la tendencia de diversificación, cuya hipótesis se fortalece con el conflicto, se mantiene la sobreponderación en Latinoamérica, así como en acciones estadounidenses *Value* y *Small Caps*. Por su parte, se mantiene el *underweight* en bonos, para financiar posiciones en oro y caja en medio de un escenario global complejo. En renta fija, llevamos a largo el *Treasury* a 2 años, considerando que la reacción del mercado fue excesivamente *hawkish* -pro alzas de tasas-. Mantenemos el corto en duración en los tramos largos de la curva de papeles del Tesoro estadounidense (10 y 30 años) y la posición larga en TIPS como cobertura ante presiones inflacionarias persistentes. Se mantiene la preferencia por papeles emergentes, que han mostrado un mejor comportamiento relativo en medio del conflicto.

Neutral acciones: OW EM vs. DM, largo LatAm y EE.UU.

Corto RF: duración bajo el benchmark

Largo oro y caja

## Asignación de Activos | Abril 2026

TAACo Global	Bench.	Mar	Apr	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	Neutral acciones, UW bonos
Caja		2%	2%	OW	2%	
Oro		2%	2%	OW	2%	OW en caja y oro
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.7%	13.2%	13.2%	UW	-0.5%	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.7%	0.7%	UW	-0.5%	EE.UU.: OW Value y Small Cap, se lleva a OW Growth
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	17.3%	17.3%	17.8%	OW	0.5%	0.5%
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	15.2%	OW	0.5%	UW Europa, Reino Unido y Japón
US Small Caps	3.5%	4.0%	4.0%	OW	0.5%	
Japan	4.7%	4.2%	4.2%	UW	-0.5%	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>57.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.5%</b>
LatAm	4.4%	5.4%	5.4%	OW	1.0%	OW LatAm Small y Large Cap
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%	
China	12.3%	12.3%	12.3%	N		Neutral China y Asia EM ex. China
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	19.6%	N		
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.4%	UW	-0.5%	-0.5%
<b>Mercados emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>43.0%</b>	<b>OW</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.5%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	8.8%	OW	0.5%	0.5%
Treasuries 10Y	11.1%	10.6%	10.6%	UW	-0.5%	
Treasuries 30Y	6.1%	4.6%	5.6%	UW	-0.5%	1.0%
US Tips	2.6%	3.1%	3.1%	OW	0.5%	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	25.5%	UW	-1.0%	-0.5%
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	3.0%	UW	-1.0%	-1.0%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.0%</b>	
EMBI	9.5%	10.0%	10.0%	OW	0.5%	OW Emergente sobre desarrollado
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	2.8%	N		
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	4.3%	OW	0.5%	
EM Local Markets	25.3%	26.3%	26.3%	OW	1.0%	RF emergente: OW Local Markets, EMBI y CEMBI HY. Neutral CEMBI IG
<b>Deuda emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>43.4%</b>	<b>43.4%</b>	<b>OW</b>	<b>2.0%</b>	
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

## RENTA VARIABLE

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

Uno de los grandes perdedores de la guerra en Medio Oriente es el viejo continente. La guerra gatilla un shock energético que eleva la inflación y sus perspectivas, junto con frenar la política monetaria expansiva y presionar aún más las deterioradas cuentas fiscales de países como Francia (déficit fiscal 5.1% del PIB en 2025). El bloque ya enfrentaba desafíos estructurales y el efecto de los estímulos fiscales, enfocados principalmente en mayor gasto en defensa e infraestructura, será compensado por las consecuencias negativas de los aranceles y la guerra.

Para este año la expectativa de crecimiento económico se reduce a 1.1% desde 1.2% hace un mes y para 2027 se sigue estimando 1.4%. La región enfrenta problemas estructurales difíciles de revertir como el envejecimiento de la población, la baja productividad, la presión sobre las finanzas públicas y el sobre endeudamiento de algunas economías, como Francia.

El menor optimismo se refleja en indicadores como la sorpresa económica, la cual se torna negativa durante marzo, mientras el indicador líder PMI compuesto retrocede en marzo a 50.5 pts., su menor nivel en 9 meses (50 pts. umbral de expansión/contracción del sector en los siguientes 6 a 12 meses).

Un escenario de estanflación vuelve a asomar como uno de los principales riesgos. La inflación se aceleró en marzo a 2.5% interanual desde 1.9% el mes previo, mientras la subyacente se moderó a 2.3%. El alza se debió principalmente al componente energético, que subió 4.9% año contra año debido al encarecimiento del petróleo y gas natural por la escalada del conflicto bélico en Irán. De esta forma, el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de marzo mantuvo el sistema de tasas de interés sin variación (2.00% tasas de depósito) y elevó las perspectivas de inflación promedio para este año a 2.6% desde 1.9%, mientras recortó la perspectiva de crecimiento para 2026 hasta 0.9% desde 1.2%. La presidenta Christine Lagarde subrayó que el BCE está preparado para subir los tipos “en cualquier reunión” si la inflación se acelera por encima del objetivo, aunque matizó que no actuará precipitadamente: primero evaluará con datos suficientes la magnitud y persistencia del shock.

Ante el alza de las expectativas de inflación, el mercado pasa a internalizar hasta 3 alzas de tasas hacia la segunda mitad del año, cuando a fines de febrero se esperaba una tasa estable a lo largo del año. En consecuencia, en el último mes la curva de tasas se aplanó con el bund alemán a 2 años saltando 30 puntos base (pbs.) hasta 2.61% mientras el de 10 años subió 15 pbs. en los últimos 30 días ubicándose en 2.99% al 6 de abril.

La escalada de las tensiones en Medio Oriente ha afectado en gran medida a las acciones europeas, las cuales cayeron más que pares estadounidenses. Así, las valorizaciones se han aliviado y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U  *fwd.*) transa levemente sobre el promedio de 5 años. Por su parte, las valorizaciones de las acciones *small cap* de la región también han corregido a la baja, transando en torno al promedio de 5 años.

La incertidumbre detuvo la entrada de flujos a acciones europeas. En las últimas 2 semanas (según EPFR) se han observado salidas de flujos mientras que se estima que las utilidades de las empresas del índice MSCI Europa ex UK crezcan este año cerca de 12%, dato que se corrige levemente al alza en el último mes pero que está bajo pares desarrollados (16%, estimaciones de Factset).

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

## **REINO UNIDO: Se mantiene UW**

Otro perdedor del conflicto en Medio Oriente es el Reino Unido. Para este año el crecimiento económico se corrige a la baja hasta 0.9% desde 1.2% hace un mes, mientras el del próximo año se recorta a 1.3% desde 1.4%. La economía muestra escaso dinamismo, el PIB del 4to trimestre de 2025 creció apenas 0.1% trimestral impulsado por gasto de

gobierno, principalmente en defensa e infraestructura. Para los primeros tres meses del año se espera un crecimiento en torno a 0.3% trimestre a trimestre. Además, durante marzo tanto el PMI de manufacturas como servicios retrocedieron respecto al mes previo, bajando el compuesto a su menor nivel en 7 meses (51 pts.). La economía enfrenta un estancamiento, a lo que se suma el enfriamiento del mercado laboral. La tasa de desempleo de enero se mantuvo en 5.2%, el mayor nivel desde enero 2021, mientras los salarios siguen aumentando sobre la inflación (3.9% anual en enero).

Por su parte la inflación de febrero se mantuvo en 3% anual, mientras la medida subyacente aumentó a 3.2% y los servicios subieron 4.3% año contra año. Ante una inflación pegajosa, pero cediendo, y un mercado laboral frágil, el Banco de Inglaterra (BoE) recortó la tasa de referencia en diciembre en 25 pbs. hasta 3.75%, con el mercado esperando hasta antes de la escalada del conflicto en Medio Oriente dos recortes adicionales para este año. No obstante, el shock energético ha elevado las perspectivas de inflación retrasando la convergencia al 2% hasta fines de 2027. Así, el mercado ahora estima dos alzas de tasas durante la segunda mitad del año. En el último mes, la curva de tasas de los bonos soberanos se aplanó, con la tasa a 2 años subiendo casi 45 pbs. hasta 4.26%, mientras la 10 de años subió 20 pbs. hasta 4.83%.

A nivel político, el gobierno de Keir Starmer enfrenta crecientes desafíos domésticos y un escenario internacional complejo luego de negar el apoyo a EE.UU. por la guerra en Irán. Los laboristas gobiernan una economía estancada, con elevadas cifras de desempleo y presiones fiscales. En tal sentido la oposición ha ganado popularidad, con los *tories* perdiendo figuras importantes hacia *Reform UK*, el partido de ultraderecha de Nigel Farage, que lidera las encuestas.

A nivel de mercado, en marzo las acciones británicas cayeron USD 8.4%. Con la caída, las valorizaciones se han aliviado; pero la razón P/U  *fwd.* transa aún sobre el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como comparado al resto de Europa. Por otro lado, para este año se espera un crecimiento de utilidades cercano a 16%, que se corrige al alza en el último mes, y está en línea con pares desarrollados. El MSCI Reino Unido representa un 3.5% de las acciones globales y posee un 12% de exposición al sector energía, alto comparado con otros mercados desarrollados, y es lo que principalmente ha impulsado la expectativa de crecimiento de utilidades del índice.

Si bien el país no depende energéticamente del Medio Oriente, el aumento de los precios internacionales del petróleo y gas natural aumenta el riesgo de estanflación y complica la maniobrabilidad del BoE para seguir con una política monetaria expansiva. Así, en el contexto de bajo dinamismo económico, deterioro del mercado laboral, postergación y menor cantidad de recortes de tasas de interés, junto con salidas persistentes de flujos, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

**ESTADOS UNIDOS: se mantiene el *overweight* en acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*, mientras se aumenta a *OW* la posición en *Large Cap Growth* desde *neutral***

A pesar de que Estados Unidos es prácticamente autosuficiente en materia energética y no depende del petróleo extraído en Medio Oriente, el shock de oferta y el alza global en el precio de los combustibles alteran el escenario que se proyectaba a fines de febrero aumentando el riesgo de una estanflación.

Si bien el crecimiento del primer trimestre se aceleraría, es debido a la recuperación del gasto de gobierno luego del *shutdown* que afectó las funciones en los últimos meses del año pasado, lo que no sería sostenible en el resto del año. Desde el comienzo de la guerra con Irán la perspectiva de crecimiento para este año se recortó desde 2.5% a 2.3%,

mientras la sorpresa económica pierde dinamismo y el indicador líder ISM de servicios retrocede en marzo a 54 pts. desde 56 el mes anterior. Por su parte el ISM de manufacturas alcanzó 52.7 pts., a pesar de la debilidad del empleo en el sector y el deterioro de las perspectivas de nuevas órdenes.

Respecto al mercado laboral, los datos de marzo reversaron la decepción de febrero. En el mes se crearon 178 mil nuevos puestos de trabajo a la vez que la tasa de desempleo cayó a 4.3%. Será clave la evolución del empleo en las decisiones de política monetaria del Fed, en un contexto de presiones inflacionarias.

Se espera que la inflación de marzo aumente a 3.4% interanual desde 2.4% el mes previo reflejando el alza en los costos energéticos. Así, mientras el mercado esperaba hasta fines de febrero dos recortes de tasa de 25 pbs. para este año, ahora se espera que la tasa se mantenga estable durante el año. En su reunión de marzo, el Comité del Fed actualizó también su expectativa de inflación hasta 2.7% para 2026 desde 2.4% en diciembre pasado. En adelante la política monetaria se guiará en base a la publicación de datos, cómo evolucionan las perspectivas y el balance de riesgos.

Durante marzo la curva de tasas mostró un *bear flattening*, es decir un alza con aplanamiento, dada la subida de mayor magnitud en la parte más corta de la curva. La tasa del bono del Tesoro a 2 años subió en el último mes casi 30 pbs. hasta 3.84% mientras la 10 de años saltó 20 pbs. hasta 4.34%. En la medida en que cese el conflicto habría espacio para que la curva vuelva a empinarse dada, principalmente, por la preocupación sobre el financiamiento fiscal.

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

Durante marzo, el S&P 500 fue relativamente defensivo, cayendo menos que pares desarrollados (-5.1% vs -6.6% mercados desarrollados). Con la caída, las valorizaciones se alivian, la razón P/U *fwd.* del S&P500 pasó de transar dos desv. est. sobre el promedio de 5 años a fines de febrero a estar una desv. est. bajo éste. Las valorizaciones también se alivian tanto en el estilo *value* como *growth*, mientras que las de *small caps* transan bajo el promedio.

A pesar del deterioro de las perspectivas económicas, el sector corporativo se mantiene sólido. Para este 2026 se espera que el crecimiento de utilidades se acelere a 18% desde 16% en 2025, dato que fue corregido al alza en el último mes. El crecimiento de utilidades será impulsado por el sector de tecnología, materiales y energía. Para los resultados del primer trimestre de este año se espera que las utilidades del S&P500 crezcan 13% interanual, el sexto trimestre consecutivo con crecimiento de doble dígito.

En cuanto a flujos, según EPFR las acciones estadounidenses lideraron las entradas acumuladas en 2025, con flujos que continuaron llegando hasta febrero; no obstante, se observaron salidas netas por USD 14 bn. la primera semana de marzo, con el comienzo de la guerra con Irán. A pesar de ello, en el neto en las últimas 4 semanas se ha observado un ingreso de flujos. Finalmente, las *small caps* cayeron en marzo, aunque fueron más defensivas que las *large cap*, y siguen mostrando un rezago en horizontes de mediano y largo plazo, transando con valorizaciones más atractivas y ofreciendo mayor potencial relativo en la medida que la política gire el foco hacia reactivar la economía doméstica.

**En línea con ser un mercado autosuficiente en materia energética y dada la fortaleza corporativa, se mantiene el largo en *large cap value* y en *small caps*. A su vez, se aumenta a *overweight* desde neutral la posición acciones *large cap growth* dado que la corrección alivió las valorizaciones y se acerca el inicio de la temporada de reportes corporativos, que suele ser un catalizador al alza para las acciones estadounidenses.**

## **JAPÓN: Se decide mantener la posición *underweight***

En marzo, el mercado accionario japonés registró una corrección significativa: el MSCI Japón cayó USD 11.5%, mientras que el Nikkei —con mayor exposición al sector tecnológico— retrocedió USD 14.8%. Sin embargo, en abril se ha observado un rebote parcial. Al 8 de abril, el Nikkei acumula una rentabilidad de USD 10.3% MTD, impulsado por una mejora en el apetito por riesgo tras el cese al fuego temporal entre Estados Unidos e Irán, que contempla la reapertura condicionada del estrecho de Ormuz. Luego de la corrección vista, las valorizaciones P/U fwd. Japón se encuentra bajo su promedio histórico de 5 años, pero sobre su promedio de 10 años.

No obstante, el conflicto en Medio Oriente continúa siendo una fuente relevante de incertidumbre a nivel global, dado que el flujo a través del estrecho de Ormuz permanece frágil. A ello se suman las consecuencias derivadas del conflicto, como disrupciones en las cadenas de suministro, tensiones en el mercado energético y efectos macroeconómicos, que podrían extenderse por varios meses. En el caso de Japón, al tratarse de un importador neto de energía —donde cerca del 90% del petróleo proviene de Medio Oriente a través del estrecho de Ormuz—, este entorno ha acentuado la presión sobre el tipo de cambio. En marzo, el yen se depreció un 1.7%, reflejando el impacto de estas vulnerabilidades externas.

Desde una perspectiva macroeconómica, y considerando el actual contexto geopolítico, no se han observado revisiones significativas a la baja en las proyecciones de crecimiento. En este escenario, se estima que el crecimiento del PIB se desacelere desde 1.1% en 2025 a 0.8% en 2026, con una leve recuperación hacia 0.9% en 2027. En contraste, el consumo continúa mostrando señales de debilidad: las ventas minoristas de Japón se contrajeron en febrero, registrando una variación interanual de -0.2%, explicada principalmente por una menor demanda de bienes durables. Por su parte, la producción industrial se desaceleró en febrero, con un crecimiento interanual de 0.3%. No obstante, los productores revisaron al alza sus expectativas y anticipan una aceleración de la producción durante marzo y abril. Este mayor optimismo, sin embargo, no se refleja plenamente en los indicadores de sentimiento, ya que el PMI de manufacturas de marzo retrocedió hasta 51.6 pts.

Durante febrero, la inflación anual se ubicó en 1.3%, por debajo de la expectativa de mercado de 1.5%. Esta sorpresa a la baja responde principalmente a las medidas implementadas por el gobierno hacia fines de 2025, que incluyeron una reducción del impuesto a las gasolinas y otros subsidios energéticos, previos al inicio del conflicto. No obstante, el aumento de las presiones inflacionarias importadas dificulta la sostenibilidad de la política fiscal expansiva impulsada por Takaichi. En marzo, las expectativas de inflación para Japón fueron revisadas al alza y el mercado anticipa que la inflación anual cierre el año en torno a 2.0%. En este contexto, actualmente se proyectan dos alzas adicionales de tasas por parte del Banco de Japón en 2026, lo que llevaría la tasa de referencia a 1.25% hacia fines de año.

Japón sigue ofreciendo un relato atractivo apoyado en estabilidad política, reformas estructurales y cuenta con interés de los inversionistas globales. Sin embargo, los riesgos asociados al precio del petróleo, la sostenibilidad fiscal y la persistente incertidumbre geopolítica aconsejan cautela. En este contexto, **se opta por mantener una posición**

**underweight en acciones japonesas**, reconociendo un balance riesgo–retorno más favorable que en otros mercados, pero con alta sensibilidad a la evolución del conflicto en Medio Oriente.

**SE REDUCE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large y Small Cap, neutral China y Asia EM ex China, se lleva a UW Asia EM Small Cap desde neutral**

Los mercados accionarios de países emergentes son más volátiles que los de mercados avanzados, lo que los hace más susceptibles en escenarios de aversión al riesgo. En este sentido, y tras lo ocurrido durante marzo, se decide subponderar acciones de Asia emergente *small cap*, para financiar *US Large Cap Growth* en la medida que la corrección reciente nos deja una oportunidad atractiva de entrada en estas últimas. Por su parte, las acciones de menor capitalización de Asia lucen vulnerables ante la prolongación de las disrupciones de oferta de petróleo y en un ambiente de inflación al alza. Sin embargo, América Latina sigue luciendo como un ganador relativo en el contexto actual, considerando su histórica correlación positiva con el precio de los *commodities* y cómo varios de estos países son exportadores de materias primas. A su vez, la corrección de los mercados llevó a que las valorizaciones se aliviaran y volvieran a transar con descuento histórico.

## **AMÉRICA LATINA: OW en Large y Small Cap**

La corrección de los mercados accionarios latinoamericanos fue dispar a lo largo de los distintos países, en tanto hubo bolsas locales y monedas que sufrieron más que otras. De esta manera, el peso chileno fue la divisa que más se depreció, de la mano del deterioro de términos de intercambio que fue particularmente dañino para Chile, mientras que los pesos colombianos y argentinos se apreciaron de la mano de acontecimientos políticos y locales. El real brasileño perdió solo un 1.1%, incluso con la confirmación del inicio de bajas de tasas de parte del Banco Central. El país más grande de la región se favorece -en términos de crecimiento y fiscales- de mayores precios del petróleo, aun cuando esto supone presiones inflacionarias para toda América Latina.

En **Brasil**, el Bovespa perdió 1.8% (en dólares) en marzo, de la mano de un real que se depreció 1.1%, siendo una de las bolsas más defensivas a nivel global en un mes particularmente negativo para los activos de riesgo alrededor del mundo. En Brasil, el 17.5% del índice MSCI corresponde al sector de materiales, particularmente energético, cuyas empresas se ven favorecidas por el alza en el precio del crudo. A su vez, en 2024 las exportaciones de petróleo se convirtieron en el principal producto enviado a socios comerciales de Brasil -superando a la soya-, lo que trae beneficios en términos fiscales; por cada USD 10 dólares por barril que aumenta el precio del petróleo, el Estado recauda 0.2% del PIB adicionales. Todo lo anterior se enmarca en un escenario económico en que los datos comienzan a mostrar el efecto de las elevadas tasas de interés; la actividad económica de enero decepcionó y creció 1.0% anual y la producción industrial de febrero se contrajo 0.7% en doce meses. Lo anterior, junto con una inflación más controlada, permitieron que el Banco Central diera inicio a su ciclo de bajas de tasas y llevara la tasa Selic a 14.75% en su reunión de marzo (desde 15.00%). Sin embargo, el conflicto en Medio Oriente llevó a la autoridad monetaria a tomar una postura cautelosa, aun cuando el mercado prevé bajas adicionales por 225 pbs. en lo que resta del año (encuesta Focus). La inflación se aceleró, y las perspectivas para el cierre de este año se revisan al alza (hasta 4.4% anual), aun dentro del rango tolerado por el Banco Central. Por el lado político, la aprobación de Lula mejora en el margen, de la mano de nuevos anuncios para paliar el impacto del alza de precios de los combustibles en los bolsillos de los consumidores. Estos consisten -a grandes rasgos- en expandir recortes tributarios y subsidios a los combustibles. De todas maneras, su desaprobación se mantiene ~46% (promedio de 10 encuestas), lo que hace que algunos candidatos de oposición se vuelvan más competitivos; sondeos

anticipan que Flavio podría vencerlo en una segunda vuelta. Por otro lado, el 4 de abril se cumplía el plazo para que los empleados públicos renunciaran en caso de querer ser candidatos a otros cargos. De esta manera, Tarcísio di Freitas (actual gobernador de São Paulo) no renunció, por lo que es probable que se enfrente a Fernando Haddad, el ex ministro de Hacienda, por mantener su cargo. Por el lado del mercado, con la baja de marzo las valorizaciones vuelven a lucir holgadas y el índice MSCI de Brasil transa con una razón P/U  *fwd.* por debajo de su promedio de 10 años. A su vez, fue uno de los pocos mercados emergentes que recibió flujos de inversión netos durante marzo; el conjunto de ETFs percibió entradas netas por 3.8% del AUM durante el mes. Estos se concentraron principalmente en inversionistas extranjeros, y estimamos que para que los locales necesitan que los niveles de tasas de interés bajen de los dos dígitos para que el inversionista brasilero comience a aumentar su asignación a acciones. **De esta manera, y tras el comportamiento del mercado brasilero en marzo, se decide aumentar la sobreponderación en acciones de Brasil.**

En **México**, el IPC Mexbol revirtió el buen desempeño observado en meses previos y registró una caída cercana a ~8% en dólares durante marzo, ubicándose entre los índices accionarios de peor desempeño en un entorno global adverso para mercados emergentes, aunque con un rebote parcial hacia inicios de abril en línea con la región. En lo macroeconómico, los últimos datos continúan dando señales desalentadoras para la economía; por un lado, en materia de precios, el registro quincenal de la primera mitad de marzo se disparó a 4.6% anual, presionado principalmente por el componente no subyacente, en un contexto de altos precios del petróleo que han llevado a la implementación de subsidios para contener el impacto en combustibles vía el Fondo de Estabilización de Precios a los Combustibles (FEPC), lo que además introduce presiones sobre las cuentas fiscales dado el déficit acumulado de este, poniendo en duda su sostenibilidad y eficiencia en el largo plazo. Por otro lado, la actividad económica inició el año con debilidad, registrando una contracción interanual y caídas mensuales tanto en inversión como en consumo, lo que ha llevado a revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento para este 2026 más cercanas a ~1.0%. Pese a este ruidoso panorama, el Banco Central sorprendió al recortar la tasa de interés de referencia en 25 pbs. hasta 6.75%, manteniendo un sesgo *dovish* al valorar un recorte adicional si las condiciones macroeconómicas y financieras lo permiten, llevando la tasa a un 6.50% para el cierre de 2026. Por el lado político, el proceso de revisión del T-MEC ha elevado las tensiones, con EE.UU. señalando trabas al comercio bilateral y cuestionamientos en sectores clave, lo que añade presión principalmente en la inversión -uno de los principales motores de crecimiento junto al consumo- en un contexto donde el *nearshoring* aún no logra materializarse en los datos. En el frente interno, si bien se proyecta una consolidación fiscal gradual, el entorno de altos precios del petróleo limita el beneficio esperado, dado el costo de los subsidios para contener los precios de los combustibles. Por el lado del mercado, pese a la caída del mercado accionario en marzo, las valorizaciones se han ajustado sobre su promedio de 5 años, perdiendo además su atractivo frente a mercados emergentes, mientras que en materia de flujos se observaron salidas netas del principal ETF del país. De esta manera, si bien se sigue esperando una “recuperación” de la economía respecto al año pasado, el menor margen de *upside* dada la expansión de múltiplos, junto con el menor apetito por riesgo por el conflicto en Medio Oriente y la delicada situación tanto en el frente externo como interno sugieren una postura más cautelosa, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

El peso **chileno** fue una de las monedas más golpeadas producto del conflicto y la evolución de precios de *commodities*, y se depreció ~6% durante marzo. Sin embargo, el IPSA retrocedió USD 7.5%, mostrando bajas más acotadas en monedas local que pares de la región, después de un febrero que ya venía a la baja. En este sentido, las valorizaciones se aliviaron y la razón P/U  *fwd.* pasa a transar por debajo de su promedio de 10 años y luce atractiva con respecto a pares emergentes. Durante marzo, continuamos observando salidas netas de flujos y las proyecciones de utilidades se revisaron a la baja, en un índice con empresas que no se benefician de alzas en el precio del crudo. A nivel macro, el

IMACEC de febrero volvió a contraerse en términos anuales, con un comercio que contribuyó negativamente en el mes. Dada la composición económica de Chile, el alza en el precio del petróleo impacta negativamente el crecimiento y presiona la inflación, en tanto para marzo el dato fue de 1.0% mensual, y para abril sería superior. Con esto, el Banco Central queda sin espacio de bajas de tasas adicionales, y esperamos que la Tasa de Política Monetaria se mantenga en 4.50% por el resto del año. Si bien el conflicto en Medio Oriente es el principal viento en contra para tanto economía como mercado chileno, el gobierno entrante ha anunciado medidas que podrían dar soporte a la economía. Además de copar la agenda con una serie de anuncios, el Comité de Ministros ya liberó USD 1 *bn* de inversión de los USD 16 *bn* que estaban pendientes de aprobación en dicha instancia. A su vez, están realizando trabajo prelegislativo para ingresar un proyecto de ley misceláneo que contiene, entre otras cosas, la baja de algunos impuestos y un presupuesto para la reconstrucción posterior al incendio del verano recién pasado. En este sentido, y en la medida que el conflicto cese pronto -o baje su intensidad- la economía chilena puede sortear de cierta manera los vientos en contra externos y lograr crecer ~2% este año. Así, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones chilenas.**

En **Colombia**, el Colcap avanzó USD 5.5% en marzo, siendo el único mercado accionario en LatAm -junto al Merval- que cerró en terreno positivo, reflejo de las mejores perspectivas políticas a raíz del surgimiento de la oposición tras las elecciones parlamentarias del 8 de marzo, y el alza en el precio del petróleo que llevó a rendimientos positivos de la mano de Ecopetrol. Por el lado macro, sin embargo, el panorama continúa siendo desafiante. La actividad económica arrancó 2026 con un leve crecimiento de 1.5% anual en enero, reflejando fragilidad en los sectores productivos pese a un consumo aún resiliente apoyado por el aumento del salario mínimo y un mercado laboral relativamente sólido, aunque con señales de moderación en el margen. En materia inflacionaria, si bien la inflación se moderó a 5.3% anual en febrero, las presiones subyacentes persisten -especialmente en servicios- en un contexto de traspaso salarial aún en curso, manteniendo un balance de riesgos al alza. En este contexto, en su reunión de marzo el Banco de la República elevó la tasa de referencia en 100 pbs., hasta 11.25%, en respuesta a la persistencia de estas presiones inflacionarias. Hacia adelante, el mercado continúa anticipando nuevas alzas de tasa, que podrían llevarla a niveles cercanos a ~12.00% hacia el cierre de 2026. Por otro lado, en el frente fiscal las cuentas públicas siguen deteriorándose, con un déficit cercano a 6.4% del PIB en 2025 y perspectivas de mantenerse elevado hacia 2026 ante rigideces del gasto y bajo crecimiento. Este escenario se ve agravado tras las elecciones parlamentarias, dado un Congreso altamente fragmentado -donde ningún partido cuenta con más de un cuarto de la cámara- que dificulta la aprobación de ajustes fiscales, en un contexto donde la consolidación no ha sido prioridad en la agenda política, aumentando los riesgos sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas. Ahora bien, en lo político, la oposición se perfila de mejor manera de la mano de Paloma Valencia, quien de acuerdo la última encuesta del Centro Nacional de Consultoría (CNC), pasó a segundo lugar en intención de voto para quedarse con la presidencia, superando por primera vez a Abelardo de la Espriella, quien públicamente respaldó a Valencia en caso de que esta pasara a segunda vuelta para hacerle frente al candidato del oficialismo, Iván Cepeda. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan cotizando sobre su promedio de 5 años en el ratio de P/U *fwd.*, aunque en materia de flujos se han registrado nuevamente *inflows* netos al principal ETF del país durante el último mes. Así, pese al avance de la oposición de cara a las elecciones presidenciales del 31 de mayo, la volatilidad esperada en la antesala electoral, junto a un panorama macroeconómico con un balance de riesgos al alza, nos lleva a **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

El MSCI NUAM **Perú** registró una caída de 12.4% en dólares durante marzo, posicionándose como el mercado más afectado de LatAm. En lo macroeconómico, la actividad continúa mostrando un buen desempeño, con un crecimiento esperado en torno a ~3.2% para 2026, sostenido por una demanda interna resiliente, inversión privada dinámica y

términos de intercambio en niveles históricamente altos, lo que además ha permitido mantener una posición externa sólida. En materia inflacionaria, si bien el registro *headline* venía contenido, en marzo sorprendió al alza tras dispararse a 3.8% anual (desde 2.2% el mes pasado), con presiones asociadas a factores como el fenómeno de El Niño y el alza en precios de energía, llevando las proyecciones para 2026 hacia niveles cercanos a ~2.9%. En este contexto, el Banco Central mantendría la tasa de referencia en 4.25%, considerando que el reciente repunte inflacionario responde a factores de oferta transitorios -clima, energía e interrupciones en el suministro de gas-, con expectativas aún ancladas cerca del centro del rango meta y una actividad económica que continúa operando en torno a su nivel potencial. En el plano político, el escenario sigue marcado por una elevada fragmentación y por riesgos asociados a eventuales medidas populistas con impacto fiscal e institucional, aunque la reintroducción del Congreso bicameral (Senado y Cámara de Diputados) podría contribuir a reducir episodios de inestabilidad extrema como los observados en 2021; aun así, iniciativas que afectan la inversión -especialmente en minería- mantienen al ciclo electoral como una fuente relevante de volatilidad para la confianza. En este marco, la última encuesta presidencial de Ipsos, realizada tras el cierre de los debates, muestra un reordenamiento significativo del escenario: Keiko Fujimori lidera con 18.6% de los votos válidos, seguida por Carlos Álvarez (12.1%), mientras Rafael López Aliaga, quien venía liderando mediciones previas, pierde impulso (10.9%). La marcada caída del voto blanco y viciado sugiere una mayor definición del electorado y abre la posibilidad de una contienda entre Keiko Fujimori y un segundo candidato -el famoso “Keiko +1”-, consistente con el patrón observado en las últimas tres elecciones presidenciales. Por el lado del mercado, las valorizaciones continúan siendo atractivas al cotizar bajo su promedio de 10 años en el ratio de P/U  *fwd.*, mientras que, en materia de flujos, se han observado salidas netas al principal ETF el país por 2.7% del AUM durante el último mes. Así, pese a una economía que se mantiene resiliente en un escenario complejo, la pérdida en el *momentum* accionario y la mayor incertidumbre política conforme se acercan las elecciones presidenciales del 12 de abril sugieren tomar una postura más cautelosa, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el Merval avanzó 14.8% en dólares en marzo, posicionándose como el mercado accionario con mejor rendimiento a nivel regional, en un mes para el olvido tanto para mercados emergentes como desarrollados. Desde el frente macroeconómico, sin embargo, las señales continúan siendo mixtas en el marco del “trilema” que enfrenta la economía. Por un lado, el Banco Central mantuvo un sólido ritmo de acumulación de reservas, con compras por USD 4,400 millones en el primer trimestre del año -el segundo mayor registro para un primer trimestre- y perspectivas de sumar cerca de USD 7,000 millones adicionales en el año. En este contexto, el riesgo país mostró una compresión reciente hasta niveles cercanos a 560 pbs., favorecido por un entorno externo más benigno tras el anuncio de un cese al fuego entre EE.UU. e Irán, aunque con fundamentos domésticos aún en proceso de consolidación. En paralelo, la actividad económica continúa mostrando señales de recuperación, con un crecimiento proyectado de 3.5% en 2026, aunque impulsada principalmente por sectores transables como agro, energía y minería, mientras que la industria, la construcción y el comercio se mantienen en niveles similares a 2023, reflejando una recuperación aún incompleta en los sectores intensivos en empleo. Esta dinámica se da en un contexto donde el consumo sigue débil -con ventas en supermercados apenas creciendo ~2% anual y mayoristas aún en contracción- y con una recomposición del ingreso real parcial, donde el sector formal permanece rezagado. Por el lado de los precios, el proceso de desinflación continúa, con una inflación proyectada en torno a 27% anual para 2026, aunque el indicador mensual se mantiene por encima del 2%, evidenciando inercia inflacionaria, corrección de precios relativos y el impacto de un esquema cambiario más flexible. A esto se suma el reciente aumento en los costos energéticos vinculados al conflicto en Medio Oriente -que ya comenzó a trasladarse al precio del gasoil y a afectar sectores como la pesca-, lo que podría seguir retrasando la convergencia inflacionaria y limita el margen para una relajación más agresiva de la política monetaria. Por otro lado, en el frente

político, comienzan a emerger señales de desgaste: una encuesta de AtlasIntel para Bloomberg News mostró que la aprobación del presidente Javier Milei cayó a 36.4% en marzo -su nivel más bajo desde que asumió el cargo en 2023- en un contexto de mayor preocupación por el mercado laboral, cuestionamientos por denuncias de corrupción y una recuperación económica percibida como desigual, a lo que se suma un nuevo foco de incertidumbre tras la suspensión judicial de aspectos clave de la reforma laboral, abriendo un frente de conflictividad institucional y retrasando parte de la agenda de reformas. Por el lado del mercado, en marzo se registraron salidas netas por 3.0% del AUM del principal ETF del país, aunque en lo corrido del mes (al 7 de abril) se observan *inflows* netos por 7.0% del AUM de este, evidenciando cierto atractivo por el mercado accionario argentino en un contexto de *risk off* a nivel mundial producto de las tensiones geopolíticas. Así, si bien la mejora en reservas y la compresión del riesgo país reflejan avances en el frente externo, estos conviven con una recuperación económica aún heterogénea, presiones inflacionarias persistentes y un deterioro incipiente en el frente político, lo que continúa limitando la visibilidad sobre la trayectoria macro, **por lo que se decide mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

## **CHINA: Se decide mantiene posición neutral**

El **mercado chino** registró un *outperformance* durante marzo respecto de pares asiáticos, retrocediendo USD 7.7% (índice MSCI), en un contexto de flujos persistentemente desfavorables hacia la renta variable. Los ETFs vinculados a acciones chinas registraron salidas netas equivalentes a 3.8% del AUM durante el mes, mientras que, entre inversionistas internacionales, China continúa siendo una de las posiciones más subponderadas dentro de los portafolios globales. En términos de valorizaciones, las acciones chinas transan por debajo de sus promedios de 5 y 10 años (*P/U fwd*).

Desde el frente macroeconómico, los primeros días de marzo estuvieron marcados por la realización de las “Dos Sesiones”, en el marco del XV Plan Quinquenal (2025–2030), donde se estableció una meta de crecimiento para 2026 en un rango de 4.5%–5.0%. De esta forma, el crecimiento económico muestra una tendencia a la baja: en 2025 fue de 5.0%, mientras que para 2026E y 2027E se proyectan tasas de 4.6% y 4.4%, respectivamente, reflejando una demanda interna débil. Además, se observó un giro explícito hacia una política fiscal más conservadora, con menor impulso fiscal, lo que presiona aún más la demanda interna. Tal como se evidenció durante los feriados de febrero, la efectividad de los subsidios demográficos, transferencias directas y otras medidas de apoyo gubernamental sobre los patrones de consumo ha sido limitada.

Con el aumento en los precios del petróleo, China podría salir del escenario deflacionario en los próximos meses, impulsada principalmente por el componente energético. Sin embargo, en un contexto de demanda interna debilitada, una inflación originada en mayores precios del petróleo implicaría alzas en los costos industriales, junto con una posible desaceleración de la demanda global. La combinación de estos factores podría tener un impacto negativo sobre los márgenes corporativos y la inversión, sin traducirse en un mayor crecimiento económico.

En un entorno geopolítico incierto, China se encuentra relativamente aislada de los efectos directos del conflicto, principalmente debido a su amplio nivel de reservas y a un grupo diversificado de proveedores de petróleo y gas natural licuado. A lo anterior se suma el avance reciente en electrificación, que ha reducido su dependencia del petróleo. En este contexto, y considerando que se trata de una economía orientada a las exportaciones, existen dos visiones contrapuestas: 1) un aumento en los costos de producción y transporte, junto con una menor demanda global, que afectaría negativamente a las industrias y sus utilidades; 2) un enfoque del mercado en las compañías chinas vinculadas

a la digitalización, electrificación, robótica y semiconductores, donde se observa una corrección al alza en las expectativas de crecimiento de utilidades para 2026, con un crecimiento esperado de 11.7%.

En términos de actividad, los PMIs de RatingDog mostraron una caída en marzo respecto de febrero. Tanto el PMI manufacturero como el de servicios se mantienen en territorio expansivo, ubicándose en 50.8 pts. y 52.1 pts., respectivamente (vs. 52.1 pts. y 56.7 pts. en febrero). Aun así, la producción y los nuevos pedidos continúan aumentando, aunque a un ritmo más moderado, mientras que los fabricantes se mantienen optimistas respecto a la producción para los próximos 12 meses. Por el lado de la producción industrial, se aceleró un 6.3% anual en el acumulado de los primeros dos meses del año, y las ventas minoristas también registraron una aceleración a 2.8% anual, principalmente motivado por los efectos del año nuevo lunar y los subsidios entregados por el gobierno en estas fechas, sorprendiendo al mercado.

A pesar de esto, las perspectivas macroeconómicas siguen débiles y el consumo interno no despegó, y en un contexto de alta incertidumbre sobre los efectos económicos del conflicto geopolítico, **se decide por mantener la posición neutral en acciones chinas.**

### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene la posición neutral**

Los mercados de Asia Emergente ex China mostraron un desempeño heterogéneo en un contexto marcado por los efectos del conflicto geopolítico, incluyendo el shock en los precios del petróleo, disrupciones en las cadenas de suministro, apreciación del dólar, mayores presiones inflacionarias y efectos negativos sobre el crecimiento económico. En este escenario, las economías con mayor exposición a importaciones energéticas —como Corea del Sur, Taiwán, India y el Sudeste Asiático— registraron correcciones relevantes en sus mercados accionarios. En un entorno caracterizado por presiones inflacionarias al alza y menores perspectivas de crecimiento, los bancos centrales de estas economías se encuentran condicionados y a la espera de mayor claridad respecto a la evolución del conflicto. Si bien el *momentum* asociado a la tecnología y a la inteligencia artificial se mantiene con fundamentos intactos y continuaría apoyando a economías como la surcoreana y la taiwanesa, **se opta por mantener una posición *underweight* en el segmento de Asia Small Cap.** Esta postura más cauta responde a preocupaciones por menores perspectivas de crecimiento, mayores presiones inflacionarias y tasas de interés que podrían mantenerse más altas, junto con una menor capacidad de respuesta de este tipo de empresas, dado su menor tamaño y su limitada habilidad para traspasar mayores costos a los consumidores.

El **mercado accionario indio** registró un *underperformance* frente a sus pares emergentes en marzo (USD ~ -14.5% en el MSCI), explicado principalmente por la alta dependencia del país de las importaciones de petróleo y gas natural. India importa aproximadamente el 90% del petróleo que consume, de los cuales cerca del 53% proviene de Medio Oriente. Si bien la exposición a la región ha disminuido durante el último quinquenio, las disrupciones energéticas continúan teniendo un impacto relevante sobre el mercado. En esta línea, los efectos podrían verse parcialmente mitigados por la flexibilización temporal de las restricciones a la compra de petróleo ruso, además de que India es uno de los cinco países actualmente autorizados para el tránsito por el estrecho de Ormuz. Para enfrentar posibles escenarios de escasez de petróleo y gas natural licuado, el gobierno ha implementado medidas de racionalización, priorizando el consumo de hogares y de industrias clave como fertilizantes y farmacéuticas. Desde el punto de vista macroeconómico, las proyecciones de crecimiento económico no han sido revisadas a la baja posterior al inicio del conflicto y se espera que crezca un 7.6% este año y se prevé una desaceleración a 6.9% para 2027. La inflación se mantiene dentro del rango meta

del Banco Central ( $4\% \pm 2\%$ ), y la producción industrial de febrero se aceleró a 5.2% anual por sobre lo esperado. Sin embargo, tanto el PMI manufacturero como el de servicios mostraron una desaceleración, cayendo a 53.8 pts. y 57.2 pts., respectivamente (desde 56.9 pts. y 58.1 pts. en el período previo). En términos de valorizaciones, las acciones indias transan con descuento, con una razón P/U  *fwd.* por debajo de sus promedios de 5 y 10 años, y a más de dos desviaciones estándar en el primer caso. Durante marzo, se observaron salidas de flujos desde el principal ETF cercanas al 35% del AUM, mientras que la expectativa de utilidades fue corregida marginalmente a la baja para 2026. En este contexto, a pesar del carácter históricamente defensivo del mercado indio —al no estar directamente expuesto a la narrativa global de tecnología e inteligencia artificial— se ha observado un deterioro del mercado, con salida de flujos, pérdida de *momentum* y menores utilidades esperadas. Dado que el mercado no ha cumplido el rol defensivo observado en otras ocasiones, **se decide neutralizar la exposición en acciones indias desde un OW.**

**Corea del Sur** registró un mercado *underperformance* en marzo (USD ~ -24.9% en el MSCI), desacoplándose de la trayectoria observada hasta febrero, cuando acumulaba una rentabilidad de USD ~21.0%, impulsada por la fuerte demanda asociada a inteligencia artificial. Esta corrección se explica principalmente por el shock en los precios del petróleo y la apreciación del dólar, en un contexto de mayores tensiones en Medio Oriente, que afectaron con fuerza a un importador neto de petróleo crudo y de otros minerales clave para la producción de memorias, varios de ellos provenientes de dicha región. En este contexto, el mercado corrigió con intensidad, explicando el desempeño observado durante marzo. Como resultado de esta corrección, las valorizaciones se aliviaron, con la razón P/U  *fwd.* transando cerca de dos desviaciones estándar por debajo de su promedio de 5 años. Aun así, se mantuvieron entradas netas a ETFs cercanas al 33.5% del AUM durante el mes, respaldadas por el interés de inversionistas extranjeros y por diversas medidas adoptadas por el gobierno surcoreano para facilitar la inversión en el país. A pesar de los efectos del conflicto, el panorama macroeconómico se mantiene favorable. Corea del Sur presenta superávit en la balanza comercial y en la cuenta corriente, junto con una deuda externa reducida a mínimos históricos, lo que la posiciona en una situación relativamente sólida para enfrentar las adversidades derivadas del entorno geopolítico. En línea con lo anterior, las exportaciones de marzo sorprendieron al mercado al acelerarse a 48.3% anual (vs. 29.0% en febrero), mientras que el PMI manufacturero aumentó a 52.6 pts. desde 51.1, avanzando en terreno expansivo y reflejando la resiliencia de la economía surcoreana. En política monetaria, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 2.50% en su reunión de marzo y reiteró un sesgo prudente ante los riesgos geopolíticos. De igual forma, no se esperan movimientos en la tasa durante el resto del año. Considerando el escenario macroeconómico favorable para enfrentar el conflicto, la solidez de la economía surcoreana, la creciente demanda por memorias asociadas a inteligencia artificial y las valorizaciones atractivas, se identifica un punto de entrada especialmente atractivo y se **decide aumentar la exposición a acciones surcoreanas a OW desde neutral.**

El **mercado accionario taiwanés**, cerró marzo con un *outperformance* respecto de Asia Emergente y del conjunto de mercados emergentes, registrando una rentabilidad de USD -11.7% (índice MSCI). Pese a este desempeño negativo, las valorizaciones del mercado accionario taiwanés continúan transando sobre sus promedios de 5 y 10 años en términos de P/U  *fwd.*, en ambos casos en torno a una desviación estándar. Las expectativas de crecimiento de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 29.9% para 2026. Asimismo, durante marzo persistieron las entradas netas de flujos hacia el conjunto de ETFs, alcanzando un 6.1% del AUM. Ambos factores se encuentran respaldados por la fuerte demanda asociada a inteligencia artificial y por los cuellos de botella aún presentes en la cadena tecnológica. Desde un punto de vista macroeconómico, la actividad continúa mostrando resiliencia. Las exportaciones de febrero registraron una variación interanual de 20.6%, mientras que las órdenes de exportaciones mostraron un aumento

interanual de 23.8%. Por su parte, si bien el PMI manufacturero de marzo retrocedió a 53.3 pts. desde 55.2 pts. en febrero, se mantiene en terreno expansivo. Finalmente, el principal riesgo para Taiwán proviene del conflicto geopolítico en Medio Oriente, dado que un shock sostenido en los precios del petróleo y del gas natural podría deteriorar sus términos de intercambio, considerando su condición de importador neto de energía. Aun así, se espera que el mercado taiwanés muestre una mayor resistencia relativa frente a sus pares emergentes, beneficiado por la tendencia estructural asociada a inteligencia artificial y por mayores niveles de ingreso. En este contexto, pese al *momentum* accionario y macroeconómico favorable, las valorizaciones continúan reflejando un premio taiwanés, por lo que **se decide mantener neutral la en acciones taiwanesas.**

Las acciones **indonesias** mostraron un *underperformance* respecto de sus pares regionales, retrocediendo USD 15.0% durante marzo (índice MSCI). Desde la perspectiva de mercado, las valorizaciones transan con por debajo de sus promedios históricos de 5 y 10 años en términos de P/U  *fwd*; no obstante, las proyecciones de utilidades han sido revisadas a la baja durante el último mes y en marzo se registraron salidas de flujos desde el conjunto de ETFs. Desde el frente macroeconómico, las exportaciones de febrero cayeron, lideradas por el carbón, y considerando un contexto de demanda externa más débil, se revisó al alza el déficit de cuenta corriente para 2026 desde 0.6% del PIB a 1.0%. Asimismo, el PMI de marzo disminuyó a 50.1 pts. desde 53.8 pts. en febrero, profundizando las señales de desaceleración y aumentando las preocupaciones económicas. En este contexto, y considerando las posibles repercusiones asociadas a restricciones de suministro, J.P. Morgan redujo las expectativas de crecimiento para 2026 a 4.7% desde 5.0%. En materia de precios, la inflación de marzo fue menor a lo esperado, principalmente por el impacto de los subsidios a las gasolineras. No obstante, se registraron presiones al alza provenientes de los precios de *commodities*. Considerando los efectos inflacionarios derivados del conflicto, la inflación esperada para 2026 fue ajustada a 3.1% anual (desde 2.6%), nivel que aún se mantiene dentro del rango meta del Banco de Indonesia (1.5%–3.5%). Tomando en cuenta este escenario y un panorama macroeconómico más incierto producto de las tensiones geopolíticas, se **decide mantener una posición *underweight* en acciones indonesias.**

Por otro lado, el mercado accionario **tailandés** exhibió un *underperformance*, frente a pares emergentes. Durante marzo, el mercado retrocedió USD 11.3% (índice MSCI), y las acciones actualmente transan bajo su promedio histórico de 5 años en términos de P/U  *fwd.*, en un contexto marcado por los efectos del conflicto. Tailandia presenta un déficit comercial que se acentuó durante febrero, explicado por un aumento de las importaciones impulsadas por oro, maquinaria y bienes de capital. En contraste, las exportaciones se desaceleraron debido a un menor dinamismo del sector agrícola y a tensiones que han elevado los costos de transporte. En este contexto, las proyecciones de crecimiento se mantienen por debajo de 2% para el presente año, sin señales claras de tracción. En términos de precios, la inflación interanual se recuperó a 0.1% en marzo (desde -0.9% previo), reflejando una moderación de la deflación, apoyada principalmente por el aumento en los precios de la energía. En este marco, el gobierno eliminó el tope de precios al diésel, evidenciando la compleja disyuntiva entre proteger a los hogares frente a mayores precios de la energía y preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si bien el control de precios fue una prioridad política durante años, el mayor costo fiscal ha profundizado el déficit del fondo de subsidios. De este modo, sin catalizadores macroeconómicos y riesgos al alza respecto del conflicto en Medio Oriente, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

## EMEA

Las acciones **sudafricanas** registraron un *underperformance* en marzo, con un retorno de USD -20.9% (índice MSCI). Este movimiento se explica por el deterioro del apetito global por riesgo, la incertidumbre asociada al conflicto en Medio

Oriente, la depreciación de la moneda local y por la caída de 11.8% en el precio del oro durante el mes, considerando la alta correlación del mercado accionario sudafricano con el metal precioso. En el plano macroeconómico, la inflación continúa contenida dentro del rango objetivo del Banco de la Reserva de Sudáfrica (3.0% ± 1.0%), aunque los riesgos inflacionarios han aumentado recientemente debido al alza en los precios del petróleo y a las interrupciones en las cadenas de suministro derivadas del conflicto. En este contexto, estas presiones podrían retrasar eventuales recortes de tasas si persisten las tensiones cambiarias. En su reunión de marzo, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) mantuvo la tasa de referencia en 6.75%, a pesar de que el mercado anticipaba un recorte de 25 pbs., decisión consistente con un escenario de riesgos inflacionarios al alza. Las perspectivas de crecimiento económico muestran una gradual mejora. Se proyecta una aceleración del crecimiento hacia 1.2% en 2026 y 1.8% en 2027, apoyada principalmente por un mayor dinamismo del consumo interno. En el ámbito fiscal, el déficit se redujo a 3.7% del PIB en 2025, desde 4.5% el año anterior, reflejando una menor expansión del gasto y una mejor recaudación tributaria, lo que posiciona al país en mejores condiciones para mitigar los efectos del conflicto. En esta misma línea, el gobierno implementó una reducción en el impuesto a los combustibles con el objetivo de aliviar las presiones sobre los costos. Por el lado de la actividad, el PMI de manufacturas de Sudáfrica subió a 50.8 pts. en marzo, desde 50.0 pts. en febrero, con repuntes en producción y empleo. No obstante, los nuevos pedidos y las expectativas se han debilitado, afectados por la incertidumbre global, cuellos de botella logísticos y mayores costos asociados a la inflación. Desde la perspectiva de mercado, las acciones sudafricanas transan con valorizaciones con descuento, ubicándose por debajo de su promedio histórico de 5 años en términos de P/U  *fwd*. A pesar de ver valorizaciones atractivas, el aumento de la incertidumbre global e inminentes riesgos macroeconómicos **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** registraron un *outperformance* en marzo, retrocediendo USD 7.0% (índice MSCI) respecto de pares emergentes. En paralelo, la lira turca continuó depreciándose, con una caída de 1.2% durante el mes y acumulando una pérdida de 3.4% en lo que va del año. En este contexto, y con el objetivo de proteger la moneda, el Banco Central de Turquía comenzó a vender reservas de oro, luego de haber sido uno de los mayores compradores del metal durante la última década, estrategia que había buscado reducir la exposición a activos denominados en dólares. El conflicto geopolítico introduce riesgos adicionales para la economía turca. En primer lugar, se observa una desaceleración en las proyecciones de crecimiento para 2026, desde 3.6% a 3.5%. En segundo término, se anticipa un aumento en el déficit de cuenta corriente, dado que por cada incremento de USD 10 en el precio promedio anual del petróleo, el déficit se amplía en aproximadamente 0.4% del PIB. Finalmente, se intensifican las presiones inflacionarias, sumando un nuevo foco de vulnerabilidad macroeconómica. Si bien la inflación sorprendió a la baja en marzo, desacelerándose a 30.9% anual desde 31.5%, este resultado se vio influido por aumentos en los precios del transporte asociados a la energía, lo que sugiere que los efectos del conflicto aún no se han manifestado completamente. La persistencia de la inflación, junto con las presiones adicionales asociadas al conflicto en Medio Oriente, introduce desafíos en la hoja de ruta del Banco Central de Turquía, que originalmente contemplaba recortes de 150 pbs. en cada reunión durante el resto del año. Sin embargo, la reciente sorpresa a la baja en inflación y el margen de maniobra aún disponible en política monetaria permiten al banco central actuar de manera flexible frente a la evolución del escenario externo. En este contexto, y considerando un balance entre riesgos y factores de soporte macroeconómico **se decide mantener neutral la exposición a acciones turcas.**

El mercado accionario de **Arabia Saudita** registró un *outperformance* frente a sus pares regionales durante marzo, con un retorno de USD 3.8% (índice MSCI). Las pérdidas observadas en febrero se revirtieron durante el mes, en gran medida debido al conflicto geopolítico, que impulsó los precios del petróleo y benefició a esta economía. A diferencia de otros

países de la región, Arabia Saudita cuenta con mayor flexibilidad logística gracias al uso de rutas alternativas, como el Mar Rojo, lo que mitiga parcialmente los riesgos asociados a interrupciones en el Estrecho de Ormuz, aunque estos continúan siendo relevantes dado el elevado peso del petróleo en la economía. Desde el punto de vista macroeconómico, los llamados “*twin deficits*” continúan representando una vulnerabilidad estructural. Arabia Saudita mantiene déficits fiscal y de cuenta corriente incluso con precios del petróleo en un rango de USD 80–90 por barril, considerando que el precio de equilibrio fiscal se sitúa en torno a USD 100 por barril. En este contexto, el conflicto incrementa la probabilidad de un mayor gasto en defensa por sobre lo presupuestado para 2026, lo que eleva los riesgos para inversionistas, aunque también podría convertirse en una fuente adicional de crecimiento económico. En materia de actividad, el PMI del sector privado no petrolero cayó a 48.8 pts. en marzo desde 56.1 pts. en febrero, afectado principalmente por interrupciones en las cadenas de suministro, que derivaron en una caída de los nuevos pedidos, una menor demanda externa y una desaceleración del crecimiento de la producción. En términos de valorizaciones, las acciones saudíes transan con descuento respecto de sus promedios históricos de 5 y 10 años en la razón P/U *fwd.*, mientras que las expectativas de crecimiento de utilidades han sido revisadas al alza, proyectándose un crecimiento de 22.4% para 2026. De esta forma, si bien el escenario geopolítico actual incrementa la incertidumbre en la región, las valorizaciones atractivas y el respaldo que representan precios del petróleo más elevados —aun considerando las interrupciones en el comercio— se decide **mantener neutral las acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

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

Durante marzo, las tasas del Tesoro americano registraron alzas lo largo de la curva, en respuesta a la escalada del conflicto geopolítico entre Irán y EE.UU. Este movimiento estuvo liderado por un alza más pronunciada en los tramos cortos, reflejando un ajuste en las expectativas hacia una política monetaria más contractiva, lo que derivó en un aplanamiento de la curva durante el mes. El repunte de las tasas estuvo impulsado principalmente por el aumento en las expectativas de inflación, tras el fuerte incremento en los precios del petróleo asociado al conflicto en Medio Oriente. Si bien en una primera instancia el mercado incorporó un impacto inflacionario relevante, con efectos potenciales sobre los indicadores de precios globales y las decisiones de los bancos centrales, durante las últimas semanas ha generado tracción la discusión en torno a un posible efecto negativo del conflicto sobre el crecimiento económico. Este último factor podría actuar en sentido contrario sobre las tasas de interés, especialmente en los tramos más largos de la curva, dependiendo de la duración e intensidad del escenario geopolítico.

La economía estadounidense comienza a mostrar señales mixtas, aunque las expectativas de crecimiento siguen apuntando a una expansión por sobre su nivel potencial tanto para este como para el próximo año. En este contexto, el Fed revisó al alza su estimación de crecimiento de largo plazo, incorporando los potenciales aumentos de productividad asociados a la adopción de la inteligencia artificial. En cuanto a la inflación, las expectativas han aumentado tras el fuerte repunte de los precios del petróleo. Para el dato de marzo, se anticipa una aceleración relevante de la inflación CPI *headline*, con un aumento desde 2.4% a 3.4% en su medida anual, reflejando el impacto inicial del conflicto en Medio Oriente sobre los precios. En línea con esto, el Fed corrigió al alza su expectativa de inflación PCE para 2026 y 2027. Por su parte, el mercado laboral sorprendió positivamente, con una creación de empleo superior a lo esperado y una caída de la tasa de desempleo hasta 4.3%. De todas formas, será necesario monitorear los próximos registros para confirmar

la consolidación de esta tendencia, ya que, en un escenario de tensiones entre inflación y empleo, el Fed tendería a priorizar la evolución del mercado laboral, considerándolo el indicador clave en caso de señales divergentes dentro de su mandato dual.

En materia de política monetaria, el inicio del conflicto en Medio Oriente provocó un cambio relevante en las expectativas del mercado respecto al accionar del Fed. Antes de este episodio, se descontaban recortes acumulados por 50 pbs. durante el año; sin embargo, tras el primer mes de escalada geopolítica, el escenario implícito pasó a contemplar una mantención de la tasa de referencia a lo largo de 2026. Este ajuste contrasta en parte con las estimaciones del propio Fed. En el Dot Plot correspondiente a marzo, la mediana de las proyecciones se mantuvo apuntando a un recorte de 25 pbs. este año, sin modificaciones respecto de diciembre, aunque la estimación de tasa de largo plazo registró un leve ajuste al alza. En este contexto, la autoridad monetaria reiteró su enfoque data dependiente, por lo que la evolución de los próximos datos de actividad, empleo y precios serán claves para definir el rumbo de la política monetaria. En la reunión de marzo, Jerome Powell confirmó que se mantendrá en el FOMC, al menos, hasta que finalice la investigación del Departamento de Justicia de EE.UU. en su contra, aunque persiste la incertidumbre respecto de si completará su mandato como gobernador. En este contexto, de cara a la reunión de abril, el consenso del mercado apunta a que el Fed mantendrá su tasa de referencia en el nivel actual.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro- registró un alza relevante en marzo, subiendo en torno a 40 pts. ante el conflicto geopolítico en Medio Oriente, ubicándose sobre su promedio de 5 años. Durante estos primeros días de abril, devolvió parte de estas alzas, volviendo a estar por debajo de su media histórica de mediano plazo. En cuanto a las expectativas de inflación, los *breakevens* de los bonos del Tesoro mostraron aumentos a lo largo de los distintos plazos, más marcados en los vencimientos cortos que se mantienen desacoplados de las expectativas. Este movimiento refleja que el mercado sigue incorporando un escenario de mayor inflación futura, donde el efecto de las alzas sostenidas en el precio del petróleo comenzaría a verse en los datos de inflación correspondientes a marzo. En este contexto, los *breakevens* a 5 y 10 años se ubican en 2.66% y 2.36% respectivamente, mientras que el correspondiente a 2 años asciende hasta 3.29% (al 6 de abril). De esta forma, se mantiene la sobreexposición en instrumentos indexados a la inflación (TIPS), con el objetivo de contar con protección frente a un eventual repunte inflacionario.

**En este contexto, el posicionamiento en *Treasuries* se ajusta considerando tanto los movimientos recientes de las tasas como los riesgos asociados al escenario macro y geopolítico. En el tramo de 2 años, se decide llevar la posición a *overweight*, dado que el fuerte ajuste al alza observado durante marzo podría reflejar una sobrereacción del mercado ante el shock inflacionario inicial. En la medida en que el conflicto pueda comenzar a impactar negativamente el crecimiento, este tramo podría revertir parte del giro hacia una política monetaria más contractiva actualmente incorporado en precios. En los tramos más largos de la curva, se mantiene la subponderación tanto en los bonos a 10 como a 30 años, aunque en este último caso se modera la posición. El entorno actual aún presenta riesgos de presiones adicionales al alza en las tasas largas, y un posible empinamiento adicional de la curva, en un contexto donde estos vencimientos tienden a mostrar una mayor volatilidad. Finalmente, se mantiene la posición *overweight* en TIPS como mecanismo de cobertura, considerando que las expectativas de inflación continúan elevadas y que los riesgos asociados a los precios de la energía siguen presentes.**

## **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se incrementa la posición UW**

Durante marzo, las tasas globales registraron alzas a lo largo de toda la curva. Este movimiento estuvo impulsado por un aumento en las expectativas de inflación, asociado al encarecimiento de los precios del petróleo. El ajuste fue más pronunciado en los tramos cortos, reflejando la incorporación de un escenario de política monetaria más restrictiva a nivel global, generando un aplanamiento de la curva en un entorno donde los mercados comenzaron a exigir mayores primas ante el aumento de la incertidumbre macroeconómica y geopolítica.

En EE.UU., las proyecciones de crecimiento para este año se mantienen sobre el nivel potencial de la economía, e incluso el Fed revisó al alza su estimación de crecimiento de largo plazo. En materia de precios, se espera que la inflación PCE de febrero se ubique en línea con el registro de enero, sin embargo, se anticipa una aceleración relevante de la inflación CPI de marzo. Por su parte, el mercado laboral sorprendió positivamente en marzo, aunque ha mostrado una alta volatilidad los últimos meses. En este contexto, el mercado espera que el Fed mantenga sin cambios su tasa de referencia en su reunión de abril.

En Europa, el BCE revisó a la baja la proyección de crecimiento para este y el próximo año, mientras que elevó la estimación de inflación para ambos períodos. En línea con este escenario, la inflación de marzo se aceleró sobre la meta anual de 2%, impulsada principalmente por el componente energético, que había sido clave en la desaceleración previa de los precios. En este contexto, el mercado incorpora alzas en la tasa de interés del BCE por un total de 75 pbs., en contraste con el escenario previo al conflicto, cuando se anticipaba una mantención de la tasa durante todo 2026.

De esta forma, el escenario global ha comenzado a desplazarse hacia una política monetaria más contractiva. Así, el mercado evalúa la posibilidad de un alza de tasas por parte del BCE en su reunión de abril, mientras que proyecta que el Fed mantenga sin cambios su tasa de referencia en el mismo período. La evolución del conflicto en Medio Oriente y su impacto sobre los precios de la energía están comenzando a influir en las decisiones de los bancos centrales a nivel global, y será un factor clave para definir la trayectoria futura de la política monetaria.

En marzo, la clase de activo *Global Investment Grade* registró una rentabilidad de USD -2.0%, y se observó una ampliación de *spreads*, aunque menor que en el segmento *High Yield*. Considerando la incertidumbre del contexto global actual, junto con la mayor duración propia del segmento que lo hace más sensible a nuevas alzas en tasas derivadas del riesgo inflacionario, **se decide incrementar la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

## **GLOBAL HIGH YIELD: Se lleva a UW desde neutral**

Durante marzo, la clase de activo registró una rentabilidad negativa de USD 2.0%. El mes estuvo marcado por un desempeño adverso generalizado en los distintos segmentos de la renta fija global, en un contexto global caracterizado por una mayor incertidumbre asociada a la evolución del conflicto en Medio Oriente. Este escenario derivó en una ampliación significativa de los *spreads*, fenómeno que se observó con mayor intensidad en las economías desarrolladas. Como resultado, se revirtieron los niveles particularmente estrechos que habían predominado en los meses previos, reflejando un ajuste en las primas de riesgo ante el deterioro del entorno macro y geopolítico.

De esta forma, si bien los episodios recientes de mayor ruido en torno al mercado de crédito privado no se consideran un riesgo sistémico para el crédito público, estos eventos han contribuido a un deterioro en el sentimiento, particularmente

en mercados desarrollados, donde el ajuste de diferenciales ha sido más pronunciado. En este contexto, y considerando el atractivo relativo de otras clases de activos dentro de la renta fija global, **se opta por llevar a *underweight* desde neutral la posición en *Global High Yield***, con el objetivo de mitigar riesgos en un escenario de mayor volatilidad.

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

Durante marzo, las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense registraron alzas en todos los tramos de la curva. El ajuste fue más pronunciado en los vencimientos cortos que en los largos, reflejando cambios en las expectativas de política monetaria y dando lugar a un aplanamiento de la curva. Este movimiento se replicó a nivel global, con un incremento generalizado de las tasas, incluyendo a los mercados emergentes, ante la perspectiva de mayores presiones inflacionarias hacia adelante. En este escenario, el mercado comenzó a anticipar que el Fed mantendría sin cambios su tasa de referencia durante el resto del año, mientras que para otros bancos centrales desarrollados se consolidaron expectativas de un mayor endurecimiento monetario, con posibles alzas en los tipos de interés. De esta forma, durante el último mes la deuda soberana de mercados emergentes cayó USD 3.3%, mientras que la deuda corporativa registró una rentabilidad negativa de USD 1.8%.

La deuda soberana de mercados emergentes interrumpió en marzo una racha de diez meses consecutivos de rentabilidades positivas, cerrando el período como una de las clases de activos con peor desempeño dentro de la renta fija global durante el mes. No obstante, pese al alza de tasas provocada por el conflicto geopolítico, las tasas reales de estas economías aún muestran espacio para retroceder. Si bien persiste incertidumbre en torno a la duración y los efectos del conflicto en Medio Oriente, los fundamentos macroeconómicos de los mercados emergentes continúan siendo sólidos. En conjunto, estos elementos refuerzan el atractivo relativo de la deuda soberana emergente frente a su par en economías desarrolladas, donde los fundamentos ya eran más débiles previo al conflicto, lo que respalda la decisión de mantener una posición *overweight* en esta clase de activo.

En el segmento de deuda corporativa de mercados emergentes, la clase de activo *Investment Grade* registró una rentabilidad de USD -1.9% durante el último mes. Desde la perspectiva de valorizaciones, los *spreads* volvieron a ampliarse en marzo, alejándose de sus mínimos previos, aunque aún se mantienen en niveles bajos en términos históricos. En un contexto marcado por la incertidumbre geopolítica global, la mayor duración de esta clase de activo sugiere adoptar una postura más cauta frente a otros segmentos de la renta fija emergente, dado el impacto observado a nivel de tasas. En línea con este escenario, se mantiene una posición neutral en deuda corporativa de mayor calidad crediticia.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo anotó un retorno negativo de USD 1.7% en marzo. A pesar de esto, los fundamentos continúan siendo sólidos y la menor duración sigue siendo un atributo relevante en un contexto marcado por la elevada incertidumbre asociada al conflicto en Medio Oriente. Durante el último mes, los *spreads* volvieron a ampliarse, aunque de forma más acentuada en los mercados desarrollados que en los emergentes. Los episodios recientes de mayor ruido en torno al crédito privado difícilmente se traduzcan en un deterioro sistemático del mercado público, y su repercusión en cuanto al sentimiento ha sido hasta ahora más visible en economías desarrolladas, tal como refleja la evolución de los diferenciales. Adicionalmente, el aumento en los *yields* ha llevado a estos instrumentos a niveles atractivos en relación con sus promedios de largo plazo, reforzando el potencial de retorno. Así, se decide mantener la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *Local Markets*, el segmento cayó USD 2.8% durante el último mes, tras siete meses consecutivos de retornos positivos. Si bien el conflicto geopolítico continúa elevando la incertidumbre a nivel global y ha favorecido al dólar como activo refugio en el corto plazo, los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes siguen siendo sólidos. En particular, varias monedas aun presentan espacio de apreciación en términos reales, apoyadas en fundamentos previos al conflicto que se mantienen robustos. Adicionalmente, el *carry* real de esta clase de activo continúa siendo atractivo en comparación con otras alternativas de renta fija, especialmente frente a los mercados desarrollados. En conjunto, estos factores refuerzan el atractivo relativo de la deuda en moneda local, pese al entorno de mayor volatilidad global, lo que justifica mantener la posición *overweight* en *Local Markets*.

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

### Exposición a Monedas | Abril 2026

Monedas	Bench.	Mar	Apr	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.3%	55.5%	OW	0.4%
EUR	7.5%	7.1%	7.1%	UW	-0.4%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%
JPY	2.4%	2.1%	2.1%	UW	-0.2%
GEMs	33.7%	34.5%	34.3%	OW	0.6%
	100.0%	100.0%	100.0%		-0.3%

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

### Resultados TAACo Global | Marzo 2026

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	-9.3%	-4.65%	-4.59%	0.0	5.7
Renta Fija	50%	46%	-4%	-2.6%	-1.29%	-1.18%	-13.4	1.1
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	12.5	
Oro	0%	2%	2%	-11.8%	0.0%	-0.24%	-11.6	
Cobertura						0.00%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>-5.94%</b>	<b>-6.00%</b>	<b>-12.6</b>	<b>6.9</b>
Outperformance / Underperformance (bps)								<b>-5.7</b>
Europe ex UK	13.7%	13.2%	-0.5%	-10.8%	-1.48%	-1.43%	0.8	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	0.7%	-0.5%	-9.7%	-0.12%	-0.07%	0.2	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-7.7%	-0.22%	-0.15%	-1.6	
US Large Cap Growth	17.3%	17.3%	0.0%	-4.4%	-0.76%	-0.76%	0.0	
US Large Cap Value	14.7%	15.2%	0.5%	-5.0%	-0.74%	-0.77%	2.1	
US Small Caps	3.5%	4.0%	0.5%	-5.3%	-0.19%	-0.21%	2.0	
Japan	4.7%	4.2%	-0.5%	-13.1%	-0.62%	-0.55%	1.9	
<b>Desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-4.13%</b>	<b>-3.94%</b>	<b>5.4</b>	
LatAm	4.4%	5.4%	1.0%	-4.3%	-0.19%	-0.23%	5.0	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	-7.1%	-0.06%	-0.09%	1.1	
China	12.3%	12.3%	0.0%	-7.7%	-0.95%	-0.95%	0.0	
EM Asia ex China	19.6%	19.6%	0.0%	-17.2%	-3.37%	-3.37%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	-12.4%	-0.61%	-0.61%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>42.0%</b>	<b>43.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-12.3%</b>	<b>-5.17%</b>	<b>-5.25%</b>	<b>6.1</b>	
<b>Equities</b>					<b>-9.30%</b>	<b>-9.18%</b>	<b>11.5</b>	
Treasuries 2Y	8.3%	8.3%	0.0%	-0.5%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	11.1%	10.6%	-0.5%	-2.5%	-0.28%	-0.27%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	4.6%	-1.5%	-3.9%	-0.24%	-0.18%	2.0	
US Tips	2.6%	3.1%	0.5%	-1.3%	-0.03%	-0.04%	0.6	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	-2.9%	-0.76%	-0.74%	0.1	
Global Corporate HY	4.0%	4.0%	0.0%	-2.1%	-0.08%	-0.08%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>58.6%</b>	<b>56.6%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-1.43%</b>	<b>-1.35%</b>	<b>2.7</b>	
EMBI	9.5%	10.0%	0.5%	-3.3%	-0.31%	-0.33%	-0.3	
EM Corporate IG	2.8%	2.8%	0.0%	-1.9%	-0.05%	-0.05%	0.0	
EM Corporate HY	3.8%	4.3%	0.5%	-2.0%	-0.07%	-0.08%	0.3	
EM Local Markets	25.3%	26.3%	1.0%	-2.8%	-0.72%	-0.75%	-0.2	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>41.4%</b>	<b>43.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-1.16%</b>	<b>-1.21%</b>	<b>-0.3</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-2.59%</b>	<b>-2.57%</b>	<b>2.4</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 31 de marzo 2026

En marzo se mantuvo la posición neutral en acciones (50%), el OW en caja (2%) y en oro (2%), en tanto continuamos con una subexposición en bonos (46%). Al 31 de marzo, la cartera del TAACo Global retrocedió 5.9%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (5.7 pbs.).

En marzo, a nivel de *attribution analysis* la asignación de activos restó valor, principalmente por la posición en oro y el corto en renta fija. Por el lado de la selección de instrumentos, fue positivo tanto en acciones como en bonos. Sumaron los OW en acciones estadounidenses *Value* y *Small Cap*, al igual que en LatAm, mientras que fueron positivos los cortos en acciones europeas y japonesas. En bonos, sumaron valor la posición corta en *Treasuries* de 30 años y el *allocation* en Tips, al igual que el largo en papeles emergentes corporativos *High Yield*.

## Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
<b>TAACo</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>9.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.4%</b>
Benchmark	-5.9%	-1.1%	-1.1%	14.8%	9.9%	3.5%	5.3%	4.3%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-6	17	17	55	-14	77	74	121	
<b>Acciones</b>	<b>-9.2%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>24.0%</b>	<b>14.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	-9.3%	-1.9%	-1.9%	24.0%	15.1%	6.5%	8.4%	4.2%	15.1%
Europe ex UK	-10.8%	-4.6%	-4.6%	14.6%	9.7%	5.4%	6.2%	3.5%	17.3%
Europe Small Cap ex UK	-9.7%	-3.9%	-3.9%	17.2%	7.8%	1.6%	5.9%	7.2%	19.6%
UK	-7.7%	2.0%	2.0%	25.7%	16.8%	12.4%	8.2%	5.6%	14.4%
US Large Cap Growth	-4.4%	-9.9%	-9.9%	23.6%	24.5%	14.2%	17.8%	--	19.9%
US Large Cap Value	-5.0%	0.6%	0.6%	10.5%	13.0%	8.7%	9.5%	--	13.0%
US Small Caps	-5.3%	2.5%	2.5%	24.2%	13.9%	5.7%	10.6%	9.3%	18.8%
Japan	-13.1%	0.6%	0.6%	23.5%	13.5%	4.4%	6.4%	2.7%	15.6%
<b>Desarrollados</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>16.8%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>15.8%</b>
LatAm	-4.3%	14.6%	14.6%	57.4%	18.4%	13.1%	8.3%	8.8%	22.9%
LatAm Small Cap	-7.1%	7.8%	7.8%	34.7%	8.5%	2.7%	3.4%	6.2%	25.1%
China	-7.7%	-8.9%	-8.9%	3.8%	6.6%	-4.9%	5.1%	7.7%	28.0%
EM Asia ex China	-17.2%	2.3%	2.3%	44.1%	19.4%	8.5%	11.1%	--	19.8%
EM Asia Small Cap	-12.4%	-1.7%	-1.7%	25.3%	14.4%	6.4%	8.7%	9.3%	15.0%
EM Europe and Middle East	-10.3%	-0.9%	-0.9%	17.5%	11.0%	-0.2%	0.9%	3.1%	15.2%
<b>Emergentes</b>	<b>-13.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>29.6%</b>	<b>14.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.5%</b>	<b>15.8%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	-2.6%	-0.5%	-0.5%	5.9%	4.8%	0.3%	1.9%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	-0.5%	0.2%	0.2%	3.5%	3.6%	1.5%	1.5%	2.3%	2.1%
Treasuries 10Y	-2.5%	-0.1%	-0.1%	3.6%	1.6%	-1.1%	0.3%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-3.9%	0.3%	0.3%	-0.8%	-3.1%	-6.1%	-1.8%	3.7%	14.8%
US Tips	-1.3%	0.3%	0.3%	3.0%	3.2%	1.5%	2.7%	4.3%	6.1%
Global Corporate IG	-2.9%	-1.3%	-1.3%	5.9%	5.3%	0.4%	2.3%	4.4%	8.1%
Global Corporate HY	-2.1%	-1.1%	-1.1%	7.3%	8.7%	3.4%	5.5%	6.9%	7.3%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>0.0%</b>			
EMBI	-3.3%	-1.3%	-1.3%	10.4%	9.5%	2.5%	3.8%	7.0%	9.1%
EM Corporate IG	-1.9%	-0.8%	-0.8%	4.8%	5.7%	1.1%	3.2%	--	5.5%
EM Corporate HY	-2.0%	0.3%	0.3%	6.2%	8.5%	2.0%	5.0%	--	7.7%
EM Local Markets	-2.8%	-0.1%	-0.1%	8.3%	5.1%	2.2%	2.9%	--	6.6%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>8.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>0.0%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.6%</b>
<b>Oro</b>	<b>-11.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>47.9%</b>	<b>32.5%</b>	<b>22.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>16.1%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

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