

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Mar	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	2.6%	4.8%	4.8%	-5.6%	7.0%	1.8%	3.4%	4.9%	10.2%
Benchmark	2.6%	4.7%	4.7%	-6.7%	5.0%	0.9%	2.5%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	4	11	11	108	200	98	87	138	
Acciones	2.6%	6.1%	6.1%	-8.7%	11.9%	2.3%	4.4%	3.3%	14.8%
Benchmark	2.6%	6.0%	6.0%	-8.2%	11.4%	2.1%	4.2%	2.8%	14.7%
Renta Fija	2.6%	3.4%	3.4%	-4.6%	-0.6%	-0.4%	0.9%	4.2%	6.3%
Benchmark	2.6%	3.3%	3.3%	-5.6%	-1.4%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.3%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	8.5%	9.1%	9.1%	1.9%	7.2%	8.4%	2.2%	9.6%	14.3%

Resultados al 31 de marzo de 2023  
\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

- Un elefante entra en escena..... 1
- Asignación de activos . 3
- Resultados..... 14
- Desempeño..... 15
- Valorizaciones..... 16

## Un elefante entra en escena

El foco en la inflación y la volatilidad en las tasas de interés sigue afectando a los mercados. Pero un factor inesperado se sumó al escenario. A principios de marzo quebró el banco regional californiano dedicado al financiamiento de *start-ups* y *venture capital*, Silicon Valley Bank (SVB), a raíz de una corrida producto de una crisis de confianza y duración.

El problema de liquidez de SVB sacó a la luz que a cierto tipo de bancos en Estados Unidos (regionales y de menor tamaño) se les permite valorizar los precios de los bonos que mantienen a término a su valor nominal (*face value*) y no marcarlos a precio de mercado (*mark-to-market*). Al haber subido tanto las tasas de interés en el último tiempo, y tener que liquidar estos bonos para hacer frente a los retiros de los clientes, SVB resultó con una cartera de activos con un valor de mercado muchísimo menor al que figura en sus balances. Corrieron la misma suerte los bancos Signature y Silvergate, por los mismos motivos e -indirectamente- se precipitó la caída del Credit Suisse, luego que uno de sus accionistas declarara que no inyectaría más capital a la entidad.

Las autoridades estadounidenses reaccionaron rápidamente y con una contundente respuesta de la garantía de todos los depósitos y cuentas corrientes de los bancos afectados, y dieron a entender que protegerían al sistema financiero del país ante cualquier eventualidad. En el caso de Credit Suisse, las autoridades suizas hicieron lo propio y se materializó la compra del banco por parte del otro gigante del país, UBS.

El *stress* del sector financiero se sumó a la incertidumbre que implica menor crecimiento económico, inflación “pegajosa” y tasas de interés al alza. Ello plantea un dilema mayor para las autoridades económicas, especialmente el que hace de banco central del mundo, el Fed de Estados Unidos (Banco de la Reserva Federal).

Por el momento, este evento de los bancos regionales estaría acotado a Estados Unidos. Las expectativas en el mercado se han ajustado hacia un fin del ajuste monetario anticipado, a pesar de que el Fed sigue sosteniendo que las tasas de interés llegarán hasta donde sea necesario para terminar con la inflación lo que, según las señales más recientes, sería a principios de 2024. Si bien los aumentos de precios vienen cediendo en ese país (en marzo la inflación anual bajó a 5% anual versus 6% en febrero), los datos de inflación subyacente (que excluye energía y perecibles) no muestran una desaceleración a la misma velocidad (5.6% anual en marzo y 5.5% en febrero).

Cabe destacar que el *stress* del sector financiero se presentó hace un mes y no hay certeza de cuán acotado -o masivo- puede ser el problema, por lo que la visibilidad es aún baja y el evento y sus consecuencias están en desarrollo. Una crisis financiera más generalizada

Otro foco de atención en el mercado tras la quiebra de SVB

La regulación de bancos regionales y de menor tamaño llevó a que no tuvieran la liquidez suficiente para hacer frente a los retiros de clientes

Autoridades reaccionaron rápida y contundentemente

El estrés financiero se sumó a la ya existente incertidumbre económica

Los eventos de bancos regionales estarían acotados a EE.UU. y las expectativas de mercado estiman un fin adelantado del ajuste monetario

tendría un impacto mayor y las probabilidades que ello ocurra dependerán de cuánto se frena el crédito y la velocidad del dinero y los pagos y si surgen más entidades con problemas. La reacción inmediata de los bancos ha sido de frenar los préstamos y el correspondiente ajuste en los estándares crediticios, lo cual acelera la caída en la actividad económica.

Por el momento, el escenario es de una desaceleración o recesión poco profunda producto del ajuste monetario implementado para combatir la inflación junto a políticas fiscales en Estados Unidos y el mundo que también se ajustaron luego del inmenso gasto que requirió hacer frente a la pandemia. Los indicadores líderes de actividad estadounidenses ISM bajaron de 47.7 puntos en febrero a 46.3 en marzo para el sector manufacturero y para servicios el índice bajó de 55.1 puntos y 51.2. Bajo 50 puntos señalarían menor ritmo de la actividad para los próximos 6 a 12 meses.

Por el lado del sector corporativo, aunque las estimaciones reflejan aumentos en los ingresos, los márgenes proyectados registran un deterioro significativo, junto con las utilidades. Al comenzar la temporada de reportes al primer trimestre de 2023, se espera una caída de 7% en las ganancias de las empresas del S&P 500, la mayor contracción desde el inicio de la pandemia.

Una menor visibilidad por el stress financiero (y si un ajuste fuerte del crédito o *credit crunch* se exacerba), inflación que demora en ceder, el efecto de mayores tasas de interés, menor crecimiento, deterioro en los resultados de las compañías, la renta fija con el alto atractivo por ingresos corrientes y eventuales ganancias de capital cuando bajen las tasas de interés y riesgos geopolíticos latentes llevan a bajar la asignación en acciones a una postura neutral, y aumentar la renta fija de sub ponderada también a neutral.

El stress del sector financiero es reciente y la visibilidad es aún baja

Nuestro escenario base es de desaceleración o recesión poco profunda

Se proyecta un deterioro significativo en márgenes del sector corporativo

La menor visibilidad y escenario macro deteriorado llevan a postura neutral en acciones (desde OW) y los bonos (desde UW)

## Asignación de Activos | Abril 2023

TAACo Global	Bench.	Marzo	Abril	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	55%	50%	N	-5.0%	-		
Renta Fija	50%	45%	50%	N	5.0%	+	Posiciones neutrales en acciones y bonos	
Caja				N				
Oro				N				
<b>Total Cartera</b>								
Europe ex UK	13.1%	14.0%	14.0%	OW	0.9%		OW acciones europeas	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.4%	1.4%	N				
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N				
US Large Cap Growth	14.3%	14.3%	13.3%	UW	-1.0%	-1.0%	-	UW acciones EEUU
US Large Cap Value	15.7%	15.7%	14.7%	UW	-1.0%	-1.0%	-	
US Small Caps	4.1%	4.1%	3.7%	UW	-0.4%	-0.4%	-	
Japan	4.8%	1.8%	3.3%	UW	-1.5%	1.5%	+	OW acciones emergentes: China, LatAm y Asia ex. China
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.3%</b>	<b>54.2%</b>	<b>53.3%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-0.9%</b>	-	
LatAm	4.1%	5.7%	5.1%	OW	1.0%	-0.6%	-	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N				Neutral EMEA (desde UW)
China	11.8%	12.8%	12.8%	OW	1.0%			
EM Asia ex China	16.5%	17.5%	17.5%	OW	1.0%			
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N				
EM Europe and Middle East	6.6%	5.1%	6.6%	N		1.5%	+	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>45.8%</b>	<b>46.7%</b>	<b>OW</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.9%</b>	+	
<b>Total Acciones</b>								
Treasuries 5Y	6.5%	6.5%	6.5%	N				En renta fija aumenta OW Global IG, llevando a UW a Globa HY (desde neutral)
Treasuries 10Y	11.2%	12.7%	12.7%	OW	1.5%			
Treasuries 30Y	6.4%	6.9%	6.9%	OW	0.5%			
US Tips	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%			
Global Corporate IG	26.4%	27.5%	28.5%	OW	2.1%	1.0%	+	OW Corporativos Emergentes IG y Local Markets
Global Corporate HY	4.6%	4.6%	3.6%	UW	-1.0%	-1.0%	-	
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>60.1%</b>	<b>60.1%</b>	<b>OW</b>	<b>2.1%</b>			
EM Sovereign IG	5.3%	2.1%	3.1%	UW	-2.2%	1.0%	+	Se reduce UW Emergentes soberanos IG
EM Sovereign HY	5.6%	3.0%	3.0%	UW	-2.6%			
EM Corporate IG	3.9%	5.5%	5.5%	OW	1.6%			
EM Corporate HY	5.0%	6.0%	5.0%	N		-1.0%	-	
EM Local Markets	22.2%	23.3%	23.3%	OW	1.1%			
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.0%</b>	<b>39.9%</b>	<b>39.9%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.1%</b>			
<b>Total Renta Fija</b>								
	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					

Para abril el portafolio del TAACo baja a 50% Acciones y sube a 50% Bonos. Una mayor incertidumbre debido al stress bancario nos lleva a tomar una posición más cautelosa. Los bonos mantienen su atractivo, con yields que se mantienen altos y bancos centrales que comenzarán a recortar las tasas de referencia eventualmente. Continuamos favoreciendo acciones fuera de Estados Unidos, en particular las europeas, chinas, de Asia emergente y latinoamericanas. Neutralizamos la subexposición que se traía en EMEA, ante el recorte en la producción de petróleo anunciado por la OPEP que impulsa los precios de petróleo.

## RENTA VARIABLE

### **EUROPA EX UK: Se mantiene el *overweight* en *Large Cap* y *neutral Small Cap***

El aumento del *stress* financiero se propagó en alguna medida a Europa, afectando de manera especial a Credit Suisse. Las autoridades monetarias, ya sea el banco central de Suiza y Europa, han respondido argumentando que la situación en el viejo continente no sería similar a la de los bancos regionales en EE.UU., con los bancos europeos mejor capitalizados desde la crisis del 2008.

A pesar de ello, las acciones europeas se quedaron tras las americanas. La caída global de las tasas de interés durante marzo dio un impulso a las acciones estilo *growth*, que tienen mayor ponderación en índices estadounidenses que europeos. No obstante, en lo corrido del año Europa sigue liderando – aunque se mantiene el rezago de largo plazo-.

Por su parte, las perspectivas económicas mejoran en el margen. En la medida que la recuperación de China genera tracción, los datos económicos en Europa comienzan a superar los estimados – con ejemplos concretos como la producción industrial y órdenes de fábricas en Alemania -. A pesar de las paralizaciones en Francia por las protestas en contra de la reforma de pensiones, los indicadores líderes se mantienen positivos y tanto PMI de manufacturas como servicios siguen sobre 50 puntos (pts.) para la región. Además, la probabilidad de recesión para los siguientes 12 meses cae a 49% desde 80% a inicios de año. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la Zona Euro crecerá 0.8% este año desde 0.7% en estimado en enero.

La confianza del inversionista Sentix y la del consumidor mantienen una tendencia al alza, aunque continúan en terreno de pesimismo. El consumo sigue deprimido, pero las expectativas mejoran en forma significativa con la caída de los precios de la energía que libera presupuesto en los hogares y la reapertura china que traerá turistas beneficiando a países periféricos como España e Italia.

Por su parte, a pesar de que la inflación comienza a ceder (6.9% anual en marzo), la medida subyacente – que excluye componentes volátiles como combustibles y alimentos- persiste al alza (5.7% anual en marzo). Para hacer frente a una inflación que está siendo más pegajosa, el Banco Central Europeo continuará con la política monetaria contractiva y en la reunión de marzo subió 50 puntos base (pbs.) la tasa de facilidad de depósitos hasta 3.0% a pesar del aumento del *stress* financiero. Sin embargo, se moderarían las alzas, con subidas de 25 pbs. en las siguientes dos reuniones, para llegar hasta 3.5% a mediados de año (hace un mes la tasa terminal estaba en 4%).

Ante la expectativa de menores tasas de interés, la curva de tasas ha sufrido un *bull steepening* – bajas que son más pronunciadas en la parte corta de la curva, llevando a un empinamiento de la curva-. En Alemania la tasa del bund a 2 y 10 años cayó 45 y 20 pbs. respectivamente.

Por su parte, respecto al sector corporativo se estima que las utilidades crezcan 1.8% en 2023, dato que se corrige al alza el último mes (desde 1.1%). A pesar de las turbulencias, el crecimiento de utilidades estaría liderado por el sector financiero, además el tecnológico, seguido por el industrial. Las valorizaciones -razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U fwd.)-, siguen luciendo atractivas tanto en términos absolutos como relativo a pares, transando una desviación estándar bajo promedios de 5 años.

Mejora en el *momentum* económico, una alta exposición a China en la generación de ingresos de las compañías europeas y valorizaciones absolutas y relativo de las norteamericanas baratas nos llevan a **sobreponderar las acciones europeas.**

### **REINO UNIDO: Se mantiene asignación en *neutral***

El país sigue afectado por huelgas que han paralizado el sistema de salud. Mientras, ha mejorado el *momentum* económico, pero no se ha logrado recuperar el producto prepandemia. El Brexit ha limitado el ingreso de trabajadores extranjeros y el comercio con el resto de Europa, entre otros.

El índice de sorpresa económica pasa a terreno positivo en el último mes con ventas minoristas que marcan su mayor alza mensual en dos años. A pesar de ello, las perspectivas se deterioran, la confianza del consumidor está estancada en niveles de pesimismo y PMIs de servicios y manufacturas decepcionaron en

marzo, con este último manteniéndose en zona de contracción económica para los siguientes 6 a 12 meses. Dentro de países desarrollados, el FMI destaca que el Reino Unido tendrá la mayor contracción del PIB (0.3%), en línea con los pronósticos recesivos del Banco de Inglaterra (BoE).

Por su parte, la inflación se aceleró en febrero (10.4% anual y 6.2% la subyacente) complicando aún más el trabajo del BoE, que se debate entre controlar la inflación e impulsar la economía. La tasa de referencia está en 4.25% y a diferencia de otros países desarrollados, la tasa terminal no ha cambiado el último mes, estimándose que llegue a 4.75% a mitad de año. Al igual que en otros países desarrollados, la curva de tasas se movido a la baja y empinado en el último mes.

El sector corporativo, que se mostró resiliente en 2022, resentirá el menor crecimiento económico este año; se estima que las utilidades se contraigan en torno a 8% -dato que corrige a la baja respecto al mes previo-, los sectores de materiales y energía tendrían los peores resultados, En el inicio del año las acciones británicas quedan rezagadas respecto a las europeas y sus valorizaciones lucen baratas respecto de sus pares en Europa continental, transando con un descuento de 18% en la P/U  *fwd.*, a lo que se suma un atractivo  *dividend yield* de ~4%. No obstante, el deterioro de las perspectivas, la alta inflación, un ajuste monetario que está afectando la actividad, persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs, e inestabilidad política nos llevan a **mantener una posición neutral en este mercado accionario** hasta observar datos que confirmen un repunte accionario.

**ESTADOS UNIDOS: Se lleva a *underweight* la posición en acciones *Large Cap Growth y Value*, además de *Small Caps***

A pesar del aumento del *stress* financiero y las pérdidas del sector bancario, las acciones estadounidenses terminaron al alza impulsadas por las de estilo *growth*. Las acciones tecnológicas se vieron beneficiadas por las perspectivas de un fin anticipado de las alzas de tasas de interés y se recuperaron luego de caídas significativas durante 2022.

El rally de las tecnológicas ha llevado al Nasdaq 100 a subir 21% en los primeros 3 meses del año encareciendo las valorizaciones. Mientras, las acciones de estilo *value* y *small cap* tuvieron pérdidas en marzo de 1% y 5% correspondientemente, dada la alta exposición que los índices tienen al sector financiero (que cayó 10% mensual). Estas pérdidas alivian las valorizaciones, pero se opta por mantener la cautela debido al inicio de la temporada de reportes corporativos del 1er trimestre, donde se espera una contracción de utilidades que podría generar pérdidas adicionales. Para este año se espera que las utilidades del índice MSCI US tengan un crecimiento nulo, con contracción de márgenes que sería liderada por el sector inmobiliario.

Por su parte, el *momentum* económico comienza a deteriorarse con datos de indicadores líderes que decepcionan. Tanto ISM de manufacturas como servicios reportan bajo el mes previo (46.3 y 51.2 pts.) respectivamente.

La inflación cede lentamente y en la medida subyacente está siendo persistente. El mercado laboral se mantiene estrecho y la creación de empleo no agrícola ha superado las estimaciones en los últimos once meses, pero con datos que tienen una marcada tendencia a la baja. La tasa de desempleo se ubica en 3.5%.

De esta forma, el mercado internaliza que la tasa de interés de referencia subiría por última vez 25 pbs. en mayo para llegar hasta un nivel de 5.25%. Dada una inflación persistente pero que comienza a ceder y datos que comienzan a deteriorarse, el mercado espera tasas de interés más bajas que hace un mes. En los últimos 30 días, la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro revirtió en parte la inversión en el tramo 2-10 años con un *bull steppener*.

Pérdida del *momentum* económico, aumento en la probabilidad de un aterrizaje forzoso, valorizaciones que pierden atractivo y salida persistente de flujos a fondos e ETFs en el último mes y 3 meses nos llevan a tomar cautela **llevando a *underweight* las acciones estadounidenses.**

**JAPÓN: Se aumenta la exposición a acciones japonesas, aunque manteniendo el *underweight***

La economía comienza a mostrar datos que superan los estimados y el mes previo, en indicadores como ventas minoristas, producción industrial, exportaciones y órdenes de maquinaria. PMI´s de manufacturas y servicios también mejoran en marzo, aunque el primero se mantiene bajo 50 pts. (49.2 en marzo).

Por su parte, la inflación habría llegado a un *peak* y comienza a converger a la meta (3.3% anual en febrero desde 4.3% en enero), mientras a diferencia de otros países la medida subyacente se mantiene bajo el 2% de la meta del Banco Central. En tal sentido, el nuevo gobernador del banco central, Kazuo Ueda afirmó que teniendo en cuenta la actual evolución económica, de precios y financiera, sería apropiado mantener por ahora el control de la curva de tasas de interés. De esta forma, se despeja la incertidumbre sobre un cambio agresivo en la política monetaria japonesa.

A nivel accionario, el MSCI Japón subió 2.9% en marzo (en USD), casi en línea con pares globales y manteniendo un rezago en lo corrido del año. Las valorizaciones (P/U fwd.) transan con descuento en términos históricos y relativo a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían 6.4% este año, dato que es corregido a la baja el último mes, pero es de los más altos de países desarrollados.

Con todo, se comienzan a ver luces respecto del despegue de la economía japonesa y los flujos llegan en las últimas 4 semanas. Así, se decide **disminuir la subexposición a acciones japonesas** mientras la economía genera mayor tracción y reconociendo lo atractivo de las valorizaciones.

### **ACCIONES EMERGENTES: Se mantiene el OW en China y Asia EM ex China, se reduce levemente en LatAm y se neutraliza EMEA desde UW**

Los acontecimientos disruptivos de los bancos estadounidenses elevaron la aversión al riesgo en los mercados durante marzo, que en la segunda mitad del mes se revirtió, descartando de cierta forma un escenario de riesgo sistémico. Esto nos lleva a mantener nuestra convicción en renta variable de mercados emergentes, en desmedro de economías desarrolladas. En particular, el **OW China** se basa en la tracción económica que se está observando en los indicadores de alta frecuencia, luego de la reapertura. Por el lado de **América Latina, se disminuye la sobreexposición en el margen**, favoreciendo ciertos países que mantienen mejores perspectivas. Las economías de **Asia EM ex China se favorecen** de la reapertura, mientras que su carácter cíclico los llevaría a un mejor desempeño con respecto a sus pares en la medida que vuelve el apetito por riesgo a los mercados. Por último, **en EMEA se neutraliza la posición UW** que se traía, asociado a los anuncios de recortes en la producción de petróleo, que favorece a los exportadores de crudo que son más representativos en el índice.

### **AMÉRICA LATINA: Se reduce el overweight**

Las valorizaciones permanecen con significativo descuento, transando bajo su promedio de 10 años (varios países cerca de sus mínimos históricos), teniendo un atractivo en comparación al resto de las economías emergentes. A su vez, la región cuenta con soporte en factores estructurales, tales como el precio de *commodities*, favorecido de la transición energética y de la reactivación de la economía china, junto con la tendencia desglobalización que impulsa el *nearshoring*, principalmente beneficiando a México y *Small Caps*. No obstante, estas empresas de menor capitalización se caracterizan por ser susceptibles a mayor volatilidad, viéndose afectadas ante la mayor incertidumbre en torno a la economía global, mientras que se mantiene elevado el riesgo fiscal en Brasil. Con esto, se decide **disminuir la sobreexposición en Latinoamérica**.

En el caso de **Brasil**, el PMI de servicios avanza hasta 51.8 pts, mientras que el FMI espera un crecimiento para este año de 0.9%, levemente sobre el consenso de mercado (0.8%). Por su parte, la inflación de marzo se desaceleró hasta 4.6% en doce meses (desde 5.6% en febrero), resultado que ha sido interpretado positivamente por el mercado, esperando que el Banco Central recorte la tasa de referencia (Selic) en la segunda mitad del año y termine en diciembre en 12.25% (una reducción de 150 pbs. desde el 13.75% actual). En el plano político, el gobierno anunció oficialmente el nuevo marco fiscal, que establece que el crecimiento del gasto federal se limitará al 70% del crecimiento de los ingresos de los últimos 12 meses, lo que permitirá al gasto fiscal crecer en torno a 0.6%-2.5% real anual. Lo anterior, disminuye parte de la incertidumbre al respecto, pero todavía quedan ciertos elementos que son importantes a considerar, como que existen metas ambiciosas y que será necesario incrementar los ingresos fiscales para poder cumplir la nueva regla de gastos. Hasta el momento las reacciones de los inversionistas han sido mixtas, siendo los locales más exigentes y pesimistas, pero los extranjeros tienen una perspectiva algo más positiva. De todas formas, el proyecto todavía debe ser ingresado y discutido en el Congreso, donde aún existe la posibilidad de que se pueda moderar. Por otra parte, el real brasileño se apreció 3.4% en marzo, pero en el mismo período producto de mayor aversión al riesgo hubo salidas de flujos netas a fondos y ETFs por ~ 1.9% del total de activos gestionados. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón

P/U  *fwd.* y precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos -y atractivos con respecto a la región en el caso de la primera-. En base a lo anterior, con resiliencia en indicadores económicos y atractivas valorizaciones, pero contrastado con un riesgo fiscal y político, se decide **mantener una posición neutral en acciones brasileñas.**

En el caso de **México**, las expectativas de la economía mantienen dinamismo con comportamientos mixtos, manteniendo un soporte en la demanda interna del consumo y el sector servicios (principalmente turismo), luego de que los IMEF manufacturero y no manufacturero de marzo fueran 49.7 y 54 pts. respectivamente, mientras que el mercado laboral sigue mostrando fortaleza con la tasa de desempleo de febrero en 2.7% y la actividad económica sorprendió creciendo 4.4% interanual. Por su parte, la inflación de marzo sigue mostrando señales de desaceleración, cayendo hasta 6.9% en doce meses, con lo que Banxico elevó la tasa de política monetaria en 25 pbs. hasta 11.25%, y se espera que en la reunión de mayo mantenga este nivel o realice una última alza de igual magnitud. Lo anterior, le entrega soporte al peso mexicano que se ha apreciado en torno a 7.5% en lo que va del año, mientras que en el último año han entrado flujos a fondos e ETFs por ~7.7% del total de activos gestionados. A su vez, el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), dado el avance en el mundo de la tendencia de desglobalización. En esta línea las exportaciones de México a EE.UU. han ido incrementando su participación a tal nivel que en enero el país pasó a ser el principal socio comercial de EE. UU, desplazando a China y Canadá, registrando una cifra histórica por un monto de USD 63,936 millones de dólares de comercio total. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años. En base a lo anterior, con buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural que se está materializando y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

Por el lado de **Chile**, el riesgo político-institucional ha disminuido significativamente, con un proceso constitucional moderado en el cual la comisión experta ha llegado a acuerdo y aprobado en general y por unanimidad los 14 capítulos del anteproyecto. Asimismo, el Congreso rechazó la idea de legislar la reforma tributaria, por lo que es probable que el gobierno modere los próximos proyectos a presentar. En el ámbito económico, tanto el FMI como el Banco Central (BCCh) corrigieron al alza las perspectivas de crecimiento para este año, esperando contracciones menos profundas, e incluso el rango más optimista del BCCh considera una expansión (entre -0.5% y 0.5%). Si bien, la inflación continuó desacelerándose hasta 11.1% en doce meses en marzo, la entidad monetaria proyectó que será más pegajosa que lo esperado y elevó la estimación a diciembre de 3.6% hasta 4.6%, enfatizando que la inflación sin volátiles tendrá una trayectoria bastante más lenta. Dado lo anterior, aplazó los recortes en la tasa de política monetaria hacia la segunda parte del año, en lo cual el mercado estaría esperando que en diciembre termine en 8.5% (desde el 11.25% actual). En comercio internacional, en marzo, el país tuvo un superávit comercial de USD 2,906 millones, siendo el nivel mensual más alto en 16 años, impulsado por un aumento las exportaciones de cobre y una caída en las importaciones (-17.3% interanual), en línea con el ajuste en consumo necesario de la economía. Además, el peso chileno se apreció 4.1% en marzo. Respecto a las valorizaciones, las razones P/U  *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, en términos absolutos y relativos a la región, bajo sus promedios de 5 años. En base a lo anterior, con menor incertidumbre política por el avance en la nueva constitución, junto a una actividad económica que sigue sorprendiendo, **se decide mantener una sobreexposición en acciones chilenas.**

La economía **colombiana** continúa con la tendencia de desaceleración hacia una normalización, en donde el FMI espera que la economía crezca 1.0% este año (desde la expansión de 7.5% en 2022). Por su parte, la inflación de marzo se mantuvo en 13.3% en doce meses con lo que se espera que a diciembre la inflación termine en 8.1% anual, y que en la reunión de política monetaria del 28 de abril el Banco de la República mantenga la tasa de referencia en 13%. En comercio internacional, el precio del petróleo Brent (principal exportación del país) cayó 3.4% en marzo, mientras que las exportaciones del país se contrajeron 2.8% en enero respecto a igual periodo de 2022. En el plano político la incertidumbre permanece elevada, si bien el Congreso ha mostrado reparos ante propuestas radicales de Petro, actualmente hay 3 reformas estructurales siendo discutidas simultáneamente (reforma a la Salud, Pensional y Laboral), que incluso al moderarse pueden generar un impacto significativo en los mercados (especialmente la previsional). Asimismo, se estima que el gobierno trataría de presentar 16 proyectos de reformas este año, destacando entre las futuras más relevantes la de tarifas energéticas. Respecto a valorizaciones, las razones P/U  *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, transando bajo su promedio histórico de 5 años en términos absolutos y relativos a la

región. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas, pero contrastado con una desaceleración económica, y elevada incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal, se decide **mantener una subexposición en las acciones colombianas**.

Por el lado del **Perú**, la actividad económica de enero se contrajo 1.1% interanual, materializando los efectos de las movilizaciones sociales de hace un mes, junto con las consecuencias del ciclón Yaku durante parte de marzo, y el niño aún presente y aumentando las lluvias en el país que pueden perjudicar a los cultivos agrícolas. De esta forma, las perspectivas para la economía continúan débiles y se han corregido a la baja, esperando una expansión en torno a 1.5% en 2023. Por su parte, la inflación de marzo se redujo a 8.4% en doce meses, regresando a una lenta trayectoria de convergencia hacia la meta del Banco Central, por lo que la entidad monetaria mantuvo la tasa de referencia en 7.75% y se espera que permanezca en este nivel al menos hasta la segunda parte del año. En comercio internacional, las exportaciones mineras cayeron 19.3% anual en enero debido a las paralizaciones en producción por las protestas sociales. Por otra parte, se registraron salidas netas de flujos a fondos y ETFs en el último mes. En el plano político, si bien ya no hay movilizaciones sociales, el gobierno cuenta con poco capital político manteniendo una tensa relación con el Congreso, ejemplo de esto es que ya se intentó realizar una moción de vacancia contra Dina Boluarte, pero finalmente se rechazó admitir la moción. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio de 5 años. De esta forma, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con peores perspectivas económicas junto a un tenso contexto político genera problemas de gobernabilidad y elevan el riesgo del país afectando la inversión, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas**.

La **economía argentina** mantiene una trayectoria de desaceleración con la producción industrial de febrero que se contrajo 1.4% interanual, mientras que las perspectivas para este año se corrigen a la baja, con el consenso de mercado esperando una caída en torno a 3.5% en 2023. Lo anterior, producto de las fuertes restricciones a la importación y de los significativos efectos de la sequía en los cultivos de maíz y soja, que, de acuerdo con las estimaciones de la Bolsa de Cereales, la cosecha de la actual campaña agrícola caerá un 35% y se exportarán USD 20,800 millones menos en 2023. Por su parte, las presiones inflaciones continúan presentes y acelerándose, llegando en febrero hasta 102.5% en doce meses, siendo el mayor registro desde 1991, por lo que el Banco Central elevó la tasa de referencia (Leliq) en 300 pbs. hasta 78%, mientras que el gobierno mantiene el programa de precios justos hasta el 30 de junio (fija el precio de más de 2,000 productos). Por otra parte, con el fin de incrementar los niveles de reservas internacionales el Banco Central, en una nueva edición del programa de incremento exportador, creó el dólar agro, un tipo de cambio de ARS 300 por dólar para exportaciones de soja hasta el 31 de mayo y hasta el 31 de agosto para las exportaciones de frutas, carnes, vinos, entre otros. Además, el gobierno anunció que planea obligar a instituciones estatales a deshacerse de sus bonos en dólares, para hacer un canje de deuda y obtener deuda en pesos. Con este canje, el gobierno ganaría tiempo para financiarse dado que le permitiría al Tesoro conseguir financiamiento en pesos equivalente a al menos el 16% del total de vencimientos en moneda local que quedan entre abril y septiembre entre privados, pero generó reacciones negativas en el mercado. En el plano político, respecto a las elecciones presidenciales de octubre, hasta el momento la oposición se ve más favorecida, manteniendo el riesgo que el oficialismo adopte medidas populistas durante el año para revertir esta situación. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y con riesgo político, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

## **CHINA: Se mantiene el OW**

Durante marzo, las autoridades chinas adquirieron un rol más activo en el conflicto entre Rusia y Ucrania. El mandatario chino estuvo 3 días de visita en Moscú, fortaleciendo sus lazos con su par ruso, llegando a acuerdos comerciales, tecnológicos, entre otros. Si bien el presidente ucraniano ha insistido en conversar con Xi Jinping, dicha instancia parece no haberse concretado. En lo más reciente, importantes figuras políticas como el presidente francés, Emmanuel Macron, y la presidenta de la Comisión Europea, Ursula Von der Leyen, viajaron a China para mantener conversaciones e impulsar el rol de China en el fin del conflicto entre Rusia y Ucrania, además de fortalecer las relaciones comerciales. A pesar de las intenciones de tomar un rol activo en el conflicto europeo, la visita de la presidenta taiwanesa, Tsai Ing-wen, a EE.UU. elevó las tensiones geopolíticas entre estos países. Si bien el gobierno chino intentó evitar que se reuniera con Kevin McCarthy, el presidente de la Cámara de Representantes de EE.UU., no lo logró y esto llevó a que el ejército chino realizara ejercicios militares en territorio taiwanés. Según las declaraciones, se han detectado al menos 70 aviones y 11 buques de guerra en territorio taiwanés, en tres días de ejercicio, a lo que EE.UU. respondió con



ejercicios militares en el mar del sur de China para hacer frente a esta amenaza. Si bien en el escenario base se descarta un ataque inminente, el Ejército Popular de Liberación ha declarado que está listo para enfrentarse de manera inmediata si fuera necesario.

El *momentum* económico sigue resiliente, con registros de PMI de manufacturas y servicios (Caixin) de marzo en 50 y 57.8 pts., respectivamente. Si bien el primero decepcionó, el índice de servicios sorprendió y se asocia a un despegue de la actividad, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Por su parte, el registro oficial de manufacturas sorprendió y se ubicó en 51.9 pts. A su vez, el FMI mantuvo la proyección de crecimiento tanto para este año como para el próximo, en 5.2% y 4.5% respectivamente. Por su parte, el Banco Central mantuvo sus tasas de préstamo de 1 y 5 años en 3.65% y 4.3% respectivamente en su reunión de marzo, como era esperado, pero recortó el requerimiento de reservas de los bancos en 25 pbs. a partir del 27 de marzo para impulsar la actividad a través del crédito. Los precios continúan sin mostrar presiones y la inflación avanzó en marzo un 0.7% anual, al igual que el registro subyacente.

En cuanto a noticias corporativas, la visita de Jack Ma a fines de marzo, luego de estar más de un año en el extranjero, gatilló el anuncio de Alibaba de dividirse en seis unidades e impulsó el desempeño de las acciones tecnológicas. Cercano al anuncio, el primer ministro chino, Li Qiang, reiteró en distintos foros el compromiso del gobierno con el sector privado, lo que dispararía parte del riesgo regulatorio. Las valorizaciones del índice accionario chino transan con cierto descuento, con tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL ubicándose cerca de 1 desv, estándar bajo su promedio de 5 años. Los flujos de inversión a fondos e ETFs han sido positivos en el último mes, a diferencia de sus pares emergentes. Si bien las proyecciones de utilidades se han corregido a la baja en el último mes tanto para este como el próximo año, se espera una variación positiva para ambos periodos. El índice de sorpresa económica se aceleró un marzo y se mantiene en terreno muy positivo, sugiriendo que la tracción económica producto de la reapertura continúa firme. Con todo, se decide tomar una **mantener el OW en China**.

## **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el OW**

El mercado de Asia Emergente ex China mostró un desempeño positivo en marzo, al igual que China, e impulsado por su carácter cíclico. El *momentum* económico se mantiene contractivo en algunos países, pero mejoró en otros. Continuaron uniéndose bancos centrales a la pausa en el ajuste monetario, dando pie a un mejor desempeño del mercado accionario. En este contexto, debido a que la actividad económica estaría cerca del piso en algunas economías y su elevada correlación con el mercado chino, **se mantiene el OW en Asia EM ex China**.

En marzo, la **economía india** continuó dando señales de resiliencia, con un PMI de manufacturas que se aceleró hasta 56.4 pts., mientras que el de servicios bajó hasta 57.8 pts., pero ambos en terreno de amplia expansión. El caso del Grupo Adani impactó el desempeño del mercado indio en los primeros meses del año, y llevó a que sus valorizaciones transaran bajo sus promedios de 5 años. A su vez, India es uno de los mercados que más se verá favorecidos por la reasignación de recursos fuera de China. Un ejemplo de esto es el anuncio de Foxconn (empresa que manufactura productos Apple) de invertir en India y crear más de 100 mil empleos. Sin embargo, el FMI recortó las proyecciones de crecimiento para 2023 y 2024 hasta 5.9% (-0.2 pp.) y 6.3% (-0.5 pp.). Por su parte, el Banco Central sorprendió en abril pausando el ajuste monetario y manteniendo la tasa de referencia en 6.5%, luego de aumentarla en un total de 250 pbs. en total. Lo anterior, en un contexto en que la inflación había retornado al rango meta al cierre del año pasado, encontrándose bajo el límite superior de 6%, pero se aceleró en los primeros dos meses del año hasta ~6.5% en doce meses. Las proyecciones de utilidades se mantienen mostrando un crecimiento sobre sus pares emergentes, pero se corrigen a la baja en los últimos meses tanto para este como el próximo año. El escenario central no considera que el caso del Grupo Adani sea un evento de riesgo sistémico y las preocupaciones en torno a estos acontecimientos se han disipado. Así, dado que el mercado indio tiene un carácter menos cíclico que el de otros países de Asia Emergente, se decide **mantener la posición neutral en acciones indias**.

El desempeño del **mercado surcoreano** se encuentra intrínsecamente ligado a la industria de semiconductores. A su vez, su carácter cíclico lo llevó a rentar USD 4.2% en marzo, sobre otros pares. Sin embargo, los resultados corporativos de Samsung al cierre del primer trimestre mostraron las peores utilidades de 14 años, decepcionando y llevando a la empresa a anunciar un recorte significativo en la producción de chips. La economía surcoreana depende altamente del sector tecnológico y el sector externo, y se corporativas proyectan utilidades cayendo más que el resto de los países emergentes, pero que se

aumentarían de manera importante el próximo año. El PMI de manufacturas de marzo sugirió caídas más pronunciadas en el sector que en febrero, ubicándose en 47.6 pts. y anotando el peor registro desde septiembre del año pasado. A su vez, continúa la salida de flujos de inversión en el último mes, en tanto la razón P/U  *fwd.* transa sobre su promedio de 5 años, mientras que el múltiplo P/VL transa con descuento histórico. Cabe recordar que el Banco Central pausó su ajuste monetario en su reunión de febrero -lo que mantuvo en la jornada de abril-, lo que parece haber sido acertado, debido a que la inflación de marzo continuó desacelerándose hasta 4.2% anual. A pesar de que las proyecciones económicas para Corea del Sur son más bien negativas, el mercado suele adelantarse a la actividad que ya estaría cerca de llegar a un piso. Así, y en línea con la ciclicidad que caracteriza este mercado, **se mantiene el leve OW en acciones surcoreanas.**

Las proyecciones para Taiwán tampoco son auspiciosas y el *momentum* se sigue deteriorando, con un PMI de manufacturas que cayó en marzo hasta los 48.6 pts. Se proyecta que las utilidades caigan más de 20% este año, y se continúan corrigiendo a la baja para 2023 y 2024. Las valorizaciones no lucen atractivas en términos históricos, con tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL transando sobre sus promedios de 5 años. Con respecto al sector de semiconductores, en sus reportes corporativos del primer trimestre de este año Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) volvió a decepcionar por segundo trimestre consecutivo, por una demanda acotada. En particular, esto se vio incidido por una caída interanual de 15% de las ventas durante marzo. Además del deteriorado escenario económico, la percepción de riesgo en Taiwán se eleva ante los ejercicios militares realizados por China en su territorio. Sin embargo, los flujos de inversión han mostrado entradas netas en el último mes a fondos e ETFs. A su vez, la inflación de marzo se mantuvo en 2.4% anual, mientras que la subyacente avanzó un 2.6% en doce meses. En su reunión de marzo, el Banco Central decidió volver a aumentar la tasa de referencia en 12.5 pbs., hasta 1.875%. Si bien esta institución se reúne solo una vez al trimestre, ha elevado la tasa en 75 pbs. en total y no enfrenta presiones inflacionarias significativas, en el último comunicado se declaró que continúan preocupados por el nivel de precios y que este movimiento está en línea con las decisiones que está tomando el Fed. Aun cuando este mercado también presenta características cíclicas, enfrenta más riesgos que sus pares, por lo que se decide **mantener la posición neutral que se traía en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, en **Indonesia** el PMI de manufacturas se aceleró en marzo hasta 51.9 pts. Las valorizaciones continúan transando con descuento de ~1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (tanto la P/U  *fwd.* como el P/VL). Al analizar la diferencia entre el *earnings yield* y la tasa de los bonos del tesoro a 10 años, el modelo sugiere un mayor atractivo relativo de la renta variable, en desmedro de los bonos. A su vez, se proyectan utilidades creciendo tanto para 2023 como para 2024, y se corrigen al alza en el último mes. Con respecto a los flujos, se observan leves salidas netas de flujos de inversión de fondos e ETFs en el último mes. Sin embargo, el recorte en la producción de petróleo anunciado por la OPEP lo favorece, en su contexto de exportador de carbón. A su vez, el Banco Central mantuvo su postura de no continuar subiendo la tasa de referencia en su reunión de marzo. Con respecto a **Tailandia**, la economía se sigue favoreciendo del boom de turismo que gatilló la reapertura china, con un PMI de manufacturas de marzo en 53.1 pts. Por su parte, destaca que la inflación continúa desacelerándose hasta 2.8% anual en marzo. Si bien el Banco Central volvió a aumentar la tasa de referencia en 25 pbs. en marzo, hasta 1.75%, este podría ser el último movimiento. Sin embargo, en marzo el rey disolvió el parlamento, para terminar con la crisis política que amenazaba la gobernabilidad. Así, este acontecimiento inyecta incertidumbre política y se elegirá al nuevo parlamento el 14 de mayo, para posteriormente decidir quién será el nuevo primer ministro en julio. Con todo lo anterior, **se decide llevar a neutral la posición en Indonesia desde UW y mantener el neutral en Tailandia.**

### **EMEA: Se neutraliza la posición desde UW**

En marzo, el colapso de instituciones bancarias en EE.UU. elevó la aversión al riesgo en los mercados y puso en duda la posibilidad de que estos acontecimientos causaran un evento de riesgo sistémico. Esto llevó a que los *commodities* energéticos retrocedieran en el mes y presionaran los retornos de los mercados de EMEA. En Turquía, se avecinan las elecciones generales y se eleva el riesgo político, con una mayor competencia de parte de la oposición. La reciente decisión de la OPEP de recortar las cuotas de producción derivó en un aumento de los precios del petróleo, lo que nos lleva a **neutralizar la posición UW en EMEA.**

En **Sudáfrica** el PMI de manufacturas se ubicó en 49.7 pts. presionado por nuevas órdenes y productos cayendo, así como costos al alza. La inflación de febrero se aceleró marginalmente hasta 7.0% anual, pero su trayectoria es confusa y la depreciación del rand sudafricano junto con las mayores presiones de precios

declarados por los empresarios en la encuesta del PMI podrían sugerir mayores presiones en adelante. Las preocupaciones en torno al suministro eléctrico continúan, frenando inversiones intensivas en energía. Por su parte, en su reunión de marzo el Banco Central volvió a elevar la tasa de referencia en 50 pbs., hasta 7.75%, sin dar señales claras de que el ajuste ya habría terminado. Si bien la razón P/U  *fwd.* transa en torno a 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años, el múltiplo P/VL se encuentra en sus niveles históricos. Además, continúa la salida de flujos de fondos e ETFs en el último mes. Por esto, **se mantiene la subexposición en acciones sudafricanas.**

En marzo, el **mercado turco** cayó 8.6% en USD presionado por una mayor volatilidad política. La inflación se ha desacelerado de manera importante y avanzó en marzo un 50.5% anual, bajo lo esperado. Por su parte, el registro subyacente también crece a un menor ritmo, expandiéndose un 47.4%. A su vez, el Banco Central decidió pausar el recorte de tasas en su reunión de marzo, lo que no significa que esta decisión se mantenga en las siguientes reuniones. Con esto, la tasa de interés real se volvió algo menos negativa, presionando al mercado accionario. Por su parte, el *momentum* económico se aceleró levemente en marzo, anotando un PMI de manufacturas de 50.9 pts., dejando atrás las disrupciones del terremoto sobre el sector. Las valorizaciones continúan descontadas en perspectiva histórica y se acentuó la salida neta de flujos de inversión al principal ETF en el último mes. Durante marzo, el principal contrincante (Kemal Kılıçdaroğlu) del actual mandatario (Recep Tayyip Erdoğan) para la carrera presidencial se posicionó en las encuestas, y llegó a proyectarse una ventaja de 10 puntos porcentuales en los sondeos. Esto agrega incertidumbre política en tanto el actual mandatario podría llevar a cabo políticas populistas para no perder la elección, que sucederá el 14 de mayo. En este contexto, **se aumenta la subexposición en acciones turcas.**

**Se lleva a un leve UW la posición neutral que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** En marzo, el *momentum* económico continuó deteriorándose en República Checa y Polonia, mientras que se desacelera la expansión en Hungría. Los bancos centrales de estos países se reunieron en marzo y a principios de abril, manteniendo su pausa en el ajuste monetario, incluso cuando la convergencia de la inflación es lenta y continúa aumentando en más de dos dígitos en doce meses. Si bien las valorizaciones de Hungría y Polonia lucen atractivas en términos históricos, el rally observado en el mercado checo, que acumula un desempeño de más de 40% en lo que va del año (en USD), la llevan a transar con múltiplos sobre sus promedios de 5 años. Así, se decide bajar de manera táctica la exposición en estas economías.

La economía en **Arabia Saudita** continúa saludable, con un PMI de manufacturas que en marzo se ubicó en 58.7 pts., con una demanda resiliente y un aumento en el empleo, lo que se condice con la menor tasa de desempleo publicada para el cierre de 2022 (8.0%, versus 9.9% en el tercer trimestre). La inflación en febrero se ubicó en 3.0%, desacelerándose con respecto a enero (3.4%) y disipando parcialmente las preocupaciones por mayores presiones inflacionarias. A pesar de los menores precios de la energía, el mercado rentó un 5.0% (en USD) en marzo. A principios de abril, la OPEP anunció el recorte en su producción de petróleo en más de 1 millón de barriles por día, llevando el precio del crudo a saltar en más de 8.0% luego del anuncio y a analistas de mercado a estimar un precio objetivo de USD 100 dólares por barril. Si bien esto podría ser un exceso dado el contexto de desaceleración global, la decisión de la OPEP debería favorecer al mercado saudí, por lo que **se decide llevar OW la posición neutral que se traía en acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

### **US TREASURIES: se mantiene el overweight en la parte larga de la curva nominal y el underweight en TIPS**

Durante marzo con la crisis bancaria comenzamos a ver los primeros impactos del agresivo ajuste monetario y alza de tasas que experimentó la economía estadounidense durante el último año. Con el estrés financiero aumentó el temor respecto de que estos colapsos podrían llevar a EE.UU. a una recesión como la del 2008 y la Reserva Federal se encuentra en un escenario muy diferente de lo que se esperaba en febrero. Hace un par de meses, la principal preocupación era la persistencia de la inflación, mientras que ahora pasa a tener que equilibrar su política monetaria para hacer frente tanto a la inflación como a la recesión. Por otro lado, los últimos datos económicos sugieren menores riesgos inflacionarios, con un mercado laboral que comienza a verse afectado por el ajuste monetario y datos de inflación que continúan desacelerándose, pero se mantiene persistente, sobre todo en el componente de servicios, por lo que transición hacia la meta sería más larga que lo estimado. Dado lo anterior, y considerando el *stress* en el sistema financiero, el Fed en la

reunión de marzo decidió mantener su proyección para la tasa de referencia en 2023, esperando llegar a un nivel de 5.1% según las estimaciones del *dot plot*. Así, se espera que realice un alza más en mayo de 25 pbs. para luego pausar e iniciar los recortes en 2024. Es en este último punto es donde existen discrepancias con el mercado, el que espera que los recortes comiencen durante el cuarto trimestre de este año. Así, luego de la quiebra de SVB y el aumento del riesgo en el sector bancario se observaron caídas de tasas en todos los plazos de la curva, de esta manera la tasa del bono del tesoro de 10 años cayó a un nivel de 3.4%, mientras que el de 2 años registra un nivel cercano a 4%. Junto con la caída de tasas, disminuyó la inversión de la curva de tasas que se encontraba en su mayor nivel de inversión de los últimos 40 años durante febrero, actualmente encontrándose en 60 pts. En cuanto a la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en de la curva de tasas de los bonos del tesoro- aumentó considerablemente durante marzo, alcanzando niveles no observados desde las recesiones de los años 80 y registrando un *peak* de 198 pts. Sin embargo, en la medida que han disminuido los riesgos de una crisis sistemática, la volatilidad ha tendido a moderarse y actualmente se encuentra en torno a 143 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ubican en niveles de 2.62% y 2.28%, respectivamente. Esto implicaría que las expectativas inflacionarias de largo plazo estarían ancladas a la meta del Fed (2%). Dado lo anterior, este mes se mantiene la sobrexposición a bonos soberanos estadounidenses, posicionándose en la parte larga de la curva, proyectando que el deterioro en las perspectivas económicas y datos de inflación mejorando suavizarán la política monetaria. De esta manera, **se mantiene OW en los treasuries de 10 y 30 años. Por otro lado, observando riesgos inflacionarios a la baja se mantiene el UW en TIPS.**

#### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se aumenta el overweight**

La crisis bancaria afectó tanto a EE.UU. como a Europa, extendiéndose por el mundo desarrollado, y a pesar de que los fundamentos detrás de la quiebra de SBV y Credit Suisse son diferentes, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo enfrentan un problema similar de balancear su política monetaria para combatir una inflación, que parece ser más pegajosa de lo esperado, y el estrés financiero junto con una recesión más probable. Por su parte, en el contexto actual *Investment Grade* se mantiene como una de las alternativas más atractivas dentro de la renta fija, debido a su mayor calidad crediticia que ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgo y una alta exposición al sector bancario, que sufrió una sobre reacción en marzo. El *asset class*, además posee una duración más larga, que se beneficiaría en un ambiente de tasas a la baja y noticias de inflación positivas. Dado lo anterior, **se aumenta la sobrexposición.**

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

En línea con lo descrito anteriormente, con los episodios de *stress* financiero de marzo, junto con los recientes datos económicos que sugieren deterioro, la probabilidad de que la recesión termine en un *atterrizaje forzoso* ha aumentado. Además, aún no se conoce la magnitud ni el impacto que tendría la contracción del crédito para el financiamiento de las empresas, sumado a que podría haber eventos de riesgo que aún no se han materializado. En ese sentido, a pesar de que *Global High Yield* ofrece retornos atractivos con un *yield* de 8.6%, en este ambiente de incertidumbre y riesgos al alza, la menor calidad crediticia de la clase de activo y la ampliación que sufrirían los *spreads* ante cualquier deterioro adicional en la situación económica, nos llevan a disminuir la exposición en la clase de activo pasando de un *neutral* a un *underweight* en *Global HY*.

#### **DEUDA EMERGENTE: Se reduce el underweight en bonos soberanos IG, se neutraliza la posición en bonos corporativos HY desde OW y se mantiene overweight en bonos corporativos IG y local markets**

Con respecto a la deuda emergente, las grandes caídas de tasas del último mes impulsaron los retornos de los activos de renta fija. Sin embargo, los *yields* de los activos de renta fija emergente se mantienen en niveles elevados y ofreciendo un atractivo por sobre el mundo desarrollado, a cambio de un mayor riesgo de crédito, el cual se mantiene acotado y las estimaciones de *defaults* de la deuda emergente no han variado con el aumento de *stress* financiero. Por otro lado, los países emergentes se benefician de diversos factores como la reapertura de China, cuyas estimaciones de crecimiento se han ajustado al alza, y por la mayor debilidad del dólar a nivel global. Respecto a la deuda soberana emergente se vio beneficiada producto de su mayor duración. No obstante, su menor calidad crediticia ofrece una menor protección frente a eventos de riesgo, lo que le resta atractivo en comparación a otras alternativas. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene una visión favorable respecto de la deuda corporativa *Investment Grade*, debido a la mayor duración y calidad crediticia de la clase de activo, la menor exposición a riesgos de una crisis bancaria y un ciclo de ajuste monetario que se encuentra más avanzado que el mundo desarrollado, en donde, la mayoría de los países ya habrían terminado con las alzas de tasas. Por el lado de la deuda corporativa *High*

*Yield*, se ve atractivo en términos de retorno, pero su menor duración en un ambiente de caídas de tasas y su menor calidad crediticia en un contexto en que las probabilidades de un *hard landing* aumentan en el margen, nos llevan a tener cautela en la clase de activo. Por el lado de *local markets*, con el ajuste de expectativas a una tasa terminal menor a la estimada en febrero, el Fed se encontraría más cerca del fin de las alzas de tasa. De esta manera, durante marzo el dólar pierde fortaleza y se depreció 2.3%. Dado lo anterior y esperando que continúe esta tendencia a medida que vemos una normalización en los registros de inflación, se mantiene una visión favorable con respecto a las monedas emergentes. En línea con lo anterior, se reduce el *UW* en deuda soberana emergente, se neutraliza la posición a deuda corporativa *HY*, mientras que se mantiene *OW* en deuda corporativa *IG* y *local markets*.

## Exposición a monedas | Abril 2023

Monedas	Bench.	Marzo	Abril	OW/UW	Cambio	
USD	56.0%	53.3%	54.2%	UW	-1.8%	0.9%
EUR	7.3%	8.5%	7.7%	OW	0.5%	-0.8%
GBP	1.5%	1.6%	1.5%	N		-0.1%
JPY	2.4%	1.0%	1.7%	UW	-0.8%	0.7%
GEMs	33.0%	35.7%	35.0%	OW	2.1%	-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 en monedas y se deja la exposición producto de la asignación de activos.

## Resultados TAACo Global | Marzo 2023

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	55%	5%	2.6%	1.3%	1.4%	0.1	1.0
Renta Fija	50%	45%	-5%	2.6%	1.3%	1.2%	0.1	2.5
Caja	0%	0%	0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>2.58%</b>	<b>2.61%</b>	<b>0.1</b>	<b>3.4</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>3.6</b>
Europe ex UK	13.1%	14.0%	0.9%	2.9%	0.38%	0.41%	0.3	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.4%	0.0%	-1.4%	-0.02%	-0.02%	0.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	-1.3%	-0.04%	-0.04%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	14.3%	0.0%	8.7%	1.24%	1.24%	0.0	
US Large Cap Value	15.7%	15.7%	0.0%	-0.2%	-0.04%	-0.04%	0.0	
US Small Caps	4.1%	4.1%	0.0%	-4.4%	-0.18%	-0.18%	0.0	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	2.9%	0.14%	0.05%	-1.1	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.3%</b>	<b>54.2%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.49%</b>	<b>1.43%</b>	<b>-0.8</b>	
LatAm	4.1%	5.7%	1.6%	0.4%	0.01%	0.02%	-3.6	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	2.9%	0.02%	0.02%	0.0	
China	11.8%	12.8%	1.0%	4.5%	0.53%	0.58%	1.9	
EM Asia ex China	16.5%	17.5%	1.0%	3.0%	0.49%	0.52%	0.4	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	1.1%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	5.1%	-1.5%	0.0%	0.00%	0.00%	3.8	
<b>Emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>45.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.18%</b>	<b>2.6</b>	
<b>Equities</b>					<b>2.59%</b>	<b>2.61%</b>	<b>1.8</b>	
Treasuries 5Y	6.5%	6.5%	0.0%	2.9%	0.19%	0.19%	0.0	
Treasuries 10Y	11.2%	12.7%	1.5%	3.9%	0.43%	0.49%	1.9	
Treasuries 30Y	6.4%	6.9%	0.5%	4.5%	0.29%	0.31%	1.0	
US Tips	2.9%	1.9%	-1.0%	2.9%	0.08%	0.05%	-0.3	
Global Corporate IG	26.4%	27.5%	1.1%	2.8%	0.73%	0.76%	0.2	
Global Corporate HY	4.6%	4.6%	0.0%	1.2%	0.06%	0.06%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>58.0%</b>	<b>60.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.78%</b>	<b>1.86%</b>	<b>2.8</b>	
EM Sovereign IG	5.3%	2.1%	-3.2%	2.3%	0.12%	0.05%	0.8	
EM Sovereign HY	5.6%	3.0%	-2.6%	0.1%	0.00%	0.00%	6.5	
EM Corporate IG	3.9%	5.5%	1.6%	1.4%	0.05%	0.07%	-1.9	
EM Corporate HY	5.0%	6.0%	1.0%	-0.4%	-0.02%	-0.02%	-3.0	
EM Local Markets	22.2%	23.3%	1.1%	2.8%	0.62%	0.65%	0.3	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.0%</b>	<b>39.9%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.78%</b>	<b>0.75%</b>	<b>2.6</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>2.56%</b>	<b>2.62%</b>	<b>5.5</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 31 de marzo de 2023

Al cierre de marzo el TAACo Global tuvo una ganancia de 2.6%, 4 pbs. sobre el desempeño del benchmark. A nivel de attribution analysis, (i) la asignación de activos tuvo un efecto casi neutral pues la renta fija y variable y subieron en la misma magnitud, (ii) la selección de instrumentos sumó valor en el margen tanto en renta variable como en renta fija. En la primera, la sobre exposición a China agregó valor junto con la posición corta en EMEA. En renta fija la selectividad fue positiva, principalmente por la sobre exposición a bonos del tesoro largos y el corto en soberano emergente de menor calidad crediticia.

## Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	2.6%	4.8%	4.8%	-5.6%	7.0%	1.8%	3.4%	4.9%	10.2%
Benchmark	2.6%	4.7%	4.7%	-6.7%	5.0%	0.9%	2.5%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	4	11	11	108	200	98	87	138	
<b>Acciones</b>	<b>2.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>14.8%</b>
Benchmark	2.6%	6.0%	6.0%	-8.2%	11.4%	2.1%	4.2%	2.8%	14.7%
Europe ex UK	2.9%	11.4%	11.4%	-0.3%	12.9%	2.6%	3.8%	2.7%	19.6%
Europe Small Cap ex UK	-1.4%	8.8%	8.8%	-11.2%	14.5%	1.1%	6.5%	7.1%	23.3%
UK	-1.3%	4.9%	4.9%	-4.6%	10.4%	-1.1%	-0.6%	0.3%	18.8%
US Large Cap Growth	8.7%	18.4%	18.4%	-13.2%	18.0%	13.5%	14.0%	--	22.1%
US Large Cap Value	-0.2%	-1.8%	-1.8%	-7.2%	13.6%	4.9%	6.3%	3.7%	17.5%
US Small Caps	-4.4%	3.5%	3.5%	-10.0%	19.5%	5.5%	8.0%	7.7%	23.5%
Japan	2.9%	5.1%	5.1%	-7.4%	5.2%	-0.8%	3.0%	1.3%	15.8%
<b>Desarrollados</b>	<b>3.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>16.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>18.1%</b>
LatAm	0.4%	3.1%	3.1%	-18.3%	11.6%	-6.3%	-5.4%	4.0%	30.5%
LatAm Small Cap	2.9%	4.9%	4.9%	-18.3%	12.6%	-5.4%	-7.4%	5.9%	33.5%
China	4.5%	4.7%	4.7%	-4.7%	-2.6%	-4.0%	3.4%	7.8%	26.3%
EM Asia ex China	3.0%	4.9%	4.9%	-12.4%	16.4%	3.7%	5.2%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	1.1%	4.5%	4.5%	-13.4%	18.8%	0.6%	2.5%	6.7%	20.5%
EM Europe and Middle E.	0.0%	-2.2%	-2.2%	-20.4%	2.3%	-8.4%	-5.7%	2.0%	20.7%
<b>Emergentes</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-10.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>18.9%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.3%</b>
Benchmark	2.6%	3.3%	3.3%	-5.6%	-1.4%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.3%
Treasuries 5Y	2.9%	2.3%	2.3%	-2.8%	-3.4%	0.9%	0.6%	3.2%	4.5%
Treasuries 10Y	3.9%	3.7%	3.7%	-6.9%	-6.2%	0.6%	0.6%	3.6%	7.8%
Treasuries 30Y	4.5%	6.0%	6.0%	-20.3%	-14.1%	-1.2%	0.9%	4.7%	16.3%
US Tips	2.9%	3.3%	3.3%	-6.1%	1.8%	2.9%	1.5%	4.5%	6.0%
Global Corporate IG	2.8%	3.5%	3.5%	-6.9%	-0.8%	0.0%	1.3%	4.2%	8.3%
Global Corporate HY	1.2%	3.6%	3.6%	-4.2%	4.9%	1.8%	3.4%	6.6%	9.8%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.7%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>-2.7%</b>				
EM Sovereign IG	2.3%	2.8%	2.8%	-5.6%	-1.5%	0.8%	1.9%	5.8%	9.2%
EM Sovereign HY	0.1%	1.4%	1.4%	-6.3%	3.5%	-1.9%	1.3%	7.0%	14.6%
EM Corporate IG	1.4%	2.3%	2.3%	-2.7%	-0.5%	1.4%	2.1%	--	6.2%
EM Corporate HY	-0.4%	1.6%	1.6%	-1.5%	2.5%	0.9%	3.1%	--	10.8%
EM Local Markets	2.8%	3.6%	3.6%	-2.8%	3.2%	-1.2%	-0.9%	--	11.0%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>1.6%</b>				
Caja	0.4%	1.1%	1.1%	2.6%	0.9%	1.4%	0.8%	1.3%	0.4%
Oro	8.5%	9.1%	9.1%	1.9%	7.2%	8.4%	2.2%	9.6%	14.3%

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

## Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2023e	2024e		2023e
<b>DM</b>	<b>16.1x</b>	<b>15.0x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.8x</b>	<b>2.2x</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>2.0</b>
US	18.2x	16.1x	2.0%	3.9x	3.0x	6%	12%	18%	3.0
Europe	12.4x	13.0x	4.0%	1.9x	1.7x	24%	7%	13%	0.5
Japan	13.2x	14.6x	3.0%	1.3x	1.3x	7%	3%	9%	1.9
<b>EM</b>	<b>12.0x</b>	<b>11.4x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.7x</b>	<b>-12%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>-1.0</b>
EM Asia	12.9x	12.1x	3.0%	1.6x	1.7x	-13%	21%	11%	-1.0
CEEMEA	9.8x	9.2x	5.0%	1.7x	1.5x	-11%	13%	14%	-0.9
LatAm	8.5x	11.8x	7.0%	1.6x	1.9x	-15%	3%	17%	-0.6
China	10.6x	11.3x	3.0%	1.4x	1.8x	1%	14%	11%	10.6
S.Korea	13.6x	9.7x	2.0%	1.0x	1.2x	-41%	56%	7%	-0.3
Taiwan	14.4x	14.4x	4.0%	2.2x	1.9x	-22%	22%	14%	-0.7
India	19.2x	17.0x	2.0%	3.3x	3.1x	15%	19%	15%	1.3
Indonesia	13.4x	14.0x	4.0%	2.5x	3.2x	11%	6%	17%	1.2
Malaysia	12.9x	14.8x	5.0%	1.4x	1.9x	16%	7%	10%	0.8
Thailand	17.4x	13.6x	3.0%	2.1x	2.0x	11%	8%	10%	1.6
Philippines	14.7x	16.2x	2.0%	2.0x	2.5x	-2%	13%	12%	-7.4
S.Africa	8.9x	12.2x	5.0%	1.8x	2.3x	-15%	18%	17%	-0.6
Turkey	4.4x	7.9x	9.0%	1.5x	1.4x	23%	25%	26%	0.2
Poland	7.1x	11.4x	7.0%	0.9x	1.3x	-34%	-1%	12%	-0.2
Czech R.	13.4x	12.1x	7.0%	2.6x	1.7x	-31%	14%	14%	-0.4
Saudi	14.7x	14.3x	4.0%	2.2x	2.1x	0%	13%	14%	-
UAE	10.6x	11.6x	5.0%	1.6x	1.3x	10%	0%	13%	1.1
Brazil	6.9x	10.6x	7.0%	1.4x	1.7x	-23%	1%	19%	-0.3
Mexico	13.0x	15.0x	4.0%	2.0x	2.5x	25%	12%	14%	0.5
Chile	8.0x	15.0x	28.0%	1.3x	1.9x	-14%	-12%	18%	-0.6
Colombia	5.0x	12.9x	9.0%	0.9x	1.5x	-28%	1%	16%	-0.2
Peru	10.7x	12.5x	5.0%	1.7x	2.7x	16%	12%	16%	0.7

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 29 de marzo de 2023

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

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.