

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Feb	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.6%	4.7%	0.7%	10.3%	0.1%	3.8%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	1.8%	4.9%	0.7%	10.7%	-1.3%	3.0%	2.9%	3.7%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-13	-14	-0	-41	140	77	74	131	
Acciones	4.2%	7.2%	2.6%	15.8%	1.2%	5.7%	4.8%	3.8%	15.2%
Benchmark	4.2%	7.1%	2.6%	15.9%	1.0%	5.7%	4.6%	3.3%	15.1%
Renta Fija	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.4%	-3.3%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.5%	-3.7%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Caja	0.4%	1.3%	0.9%	5.3%	2.5%	2.0%	1.3%	1.5%	0.6%
Oro	-0.3%	0.6%	-1.5%	12.2%	5.5%	9.2%	4.4%	9.4%	14.4%

Resultados al 29 de febrero de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

Visión mensual – marzo 2024

¿Complacencia o euforia (selectiva)?

Los mercados accionarios siguieron subiendo en febrero y entrada marzo, reflejando un *momentum* robusto que se traduce en cuatro meses seguidos de alzas en los precios. Las bajas esperadas en las tasas de interés, resultados corporativos favorables y comentarios más *dovish*¹ de personeros del Fed (Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos) alimentaron un ambiente *risk-on* (propenso al riesgo) en los mercados financieros globales. Cabe destacar, sin embargo, que las alzas siguen estando muy concentradas en empresas del sector tecnológico.

¿Se están escapando las valorizaciones hacia niveles exorbitantes? Así como existen divergencias en el desempeño, también las hay a nivel de valorizaciones según sectores, estilos y países. Pero, aunque ciertos precios se ven ajustados, en ningún caso llegan a niveles previos al reventón de la burbuja tecnológica de principios de los 2000.

La inflación en Estados Unidos se modera gradualmente, con señales mixtas. Por un lado, el indicador de actividad ISM de servicios, por ejemplo, se desaceleró en febrero respecto de enero y las órdenes a fábricas cayeron en enero más de lo esperado. Pero por el otro, la creación de empleo sigue sorprendiendo al alza, el componente *shelter* (relacionado a rentas inmobiliarias) del índice de precios se mantiene alto y los salarios por hora siguen aumentando a un ritmo de más de 4% al año.

Finalmente, todo desemboca en que el factor determinante para el mercado son las tasas de interés de Estados Unidos: cuándo y cuánto bajarían. La divergencia entre las expectativas de bajas de las tasas de interés de mercado y el Fed se estarían alineando hacia lo que ha estado mostrando el dot-plot², cuya actualización será publicada el próximo 20 de marzo. Todo lo

¹ *Dovish* en jerga financiera significa la postura de un banco central que muestra un sesgo hacia bajas en las tasas de interés.

² Dotplot: Gráfico que muestra los “puntos” en cuanto a fecha y nivel de tasas de interés de los diferentes miembros del Comité de Política Monetaria de EEUU (FOMC)

ÍNDICE

¿Complacencia o euforia (selectiva)? 1

Asignación de activos3

Resultados TAACo Global
Febrero 2024 19
Desempeño histórico 20

Mercados al alza por cuatro meses consecutivos

Las valorizaciones han subido, pero no están en niveles cercanos a la burbuja tecnológica

Economía EE.UU. con señales mixtas

El factor determinante son

anterior sigue manteniendo una alta volatilidad en las tasas de interés. Por el momento se espera el primer recorte se concrete entre junio y julio próximo.

las tasas de interés de EE.UU.

El escenario de un *soft landing* o aterrizaje suave de la economía estadounidense se consolida, con un telón de fondo de tasas de interés que bajarían muy gradualmente y -por el contrario- una política fiscal que seguirá manteniéndose expansiva. Más aún en un año electoral para Estados Unidos, en el que hasta el momento se vislumbra que el republicano Donald Trump ganaría. Qué vendría cuando asuma el mando, aún es prematuro proyectarlo, pero sí una señal de cautela porque hay factores no menores de política y geopolítica presentes (aunque los mercados se han abstraído de ellos en los últimos meses).

Se consolida un escenario de *soft landing*

Como se mencionó, los mercados están mostrando propensión al riesgo, y la revolución digital e Inteligencia Artificial (IA) están muy presentes. A pesar de que sus efectos en la productividad no son medibles aún, sí dan soporte a los precios accionarios. Primero, porque los resultados de ciertas tecnológicas parecen imparables por razones con sustento en fundamentos y muestra de ello es que siguen sorprendiendo positivamente. En segundo lugar, que la creciente inversión/capex en tecnología en todos los sectores podría generar saltos transformacionales en eficiencia transversales en el sector corporativo.

La revolución digital e IA dan soporte al mercado accionario

Las valorizaciones accionarias no lucen baratas, y el premio por riesgo sigue arrojando una ventaja de la renta fija sobre las acciones como alternativa de inversión. No obstante, el uso de este indicador genera ciertas aprehensiones: (i) podría estar subestimando el potencial crecimiento de las utilidades corporativas en el mediano y largo plazo; (ii) históricamente no ha sido un predictor eficaz del desempeño de las bolsas y; (iii) actualmente la renta fija es un mercado con alta volatilidad en el que recientemente el ajuste de los productos de *spread* les ha restado algo de atractivo.

El premio por riesgo podría subestimar utilidades e históricamente no ha sido predictor de desempeño

Dada la robustez del *momentum* económico y de mercado, pero -por otro lado, un nivel alto de incertidumbre en cuanto a la inflación y por ende hacia dónde irían las tasas de interés y su alta volatilidad- para marzo se favorece una postura neutral en acciones, se sub pondera la renta fija y se sobre pondera caja.

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

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | MARZO 2024

TAACo Global	Bench.	Febrero	Marzo	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caja		10%	5%	OW	5%	-
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	13.5%	11.5%	11.5%	UW	-2.0%	
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-0.5%	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N		
Japan	4.9%	6.5%	4.9%	N		-1.6%
Mercados desarrollados	56.0%	53.8%	52.2%	UW	-3.8%	-1.6%
LatAm	4.1%	7.1%	7.1%	OW	3.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N		
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	5.1%	6.7%	UW	-0.2%	1.6%
Mercados emergentes	44.0%	46.2%	47.8%	OW	3.8%	1.6%
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.7%	6.0%	N	-0.7%	-
Treasuries 10Y	11.5%	10.0%	11.5%	N	1.5%	+
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N		
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	26.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N		
Deuda desarrollados	57.7%	56.9%	57.7%	N		0.8%
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.5%	UW	-1.0%	0.5%
EM Corporate IG	3.6%	5.0%	4.1%	OW	0.5%	-0.9%
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	5.5%	OW	0.5%	-0.4%
EM Local Markets	23.2%	23.2%	23.2%	N		
Deuda emergente	42.3%	43.1%	42.3%	N		-0.8%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutral acciones,
UW bonos y OW
caja

Aumenta OW
mercados
emergentes: OW
LatAm y Asia Em ex
China

Neutral US en todos
los estilos

En renta fija: neutral
desarrollados y
emergentes

RF emergente: UW
soberanos HY, OW
corporativos IG y HY

RENTA VARIABLE

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

La economía está estancada y logró apenas evitar la recesión. En el 4to trimestre de 2023 el PIB tuvo un crecimiento trimestral nulo y para 2024 se proyecta que crezca apenas 0.5%. Alemania, la principal economía del bloque crecería sólo 0.2% este año (estimación de mercado, dato que es corregido a la baja en el último mes). *The sick man of Europe*³ vuelve así a ser Alemania, cuyo sector industrial se ve afectado por la falta de tracción de la recuperación en China y por la competencia que representa el gigante asiático, principalmente en la industria automotriz. El indicador líder PMI de manufacturas de Alemania cayó a 42.3 pts. en febrero (50 pts. es el umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes seis a doce meses).

³ El hombre enfermo

A pesar de lo negativo de la desaceleración económica y de la débil demanda, esto facilitaría la convergencia de la inflación a la meta. Ésta podría volver a niveles cercanos al 2% durante la segunda mitad de 2024. Ante tal situación, el mercado internaliza que el Banco Central Europeo podría comenzar a recortar tasas de interés incluso antes que el Fed, en junio, con el fin de dejar de restringir la economía.

En lo más reciente, el *momentum* económico mejora, con datos que superan los estimados. El indicador líder PMI de servicios vuelve a 50 pts. y tanto producción industrial como ventas minoristas superaron las expectativas, pero esta última aún con una contracción en términos interanuales (-1% en enero). Con la subida de los precios, se ha mermado el poder adquisitivo de los hogares y debilitado la demanda.

A nivel agregado, la inflación continuó en febrero su tendencia a la baja -principalmente por el componente de energía- y se ubicó en 2.6% anual (3.1% el registro subyacente), dentro del rango meta del Banco Central Europeo, pero levemente sobre lo esperado por el mercado. Si bien la inflación sigue a la baja, salarios que se mantienen subiendo a mayor ritmo que la inflación y ante el temor que esta última se acelere, el consenso de mercado retrasó el inicio de recortes en el sistema de tasas de referencia desde mayo a junio. De esta forma, las tasas de interés se elevaron durante febrero, no obstante, caen en lo corrido de marzo luego de que miembros del Banco Central confirmaran que es necesario partir pronto con los recortes de tasas de interés. Al 11 de marzo la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años se ubica en 2.71% y 2.29% respectivamente.

Febrero extendió las ganancias y el Stoxx 50 subió 4.5% (en USD), bajo las acciones estadounidenses. Las valorizaciones se encarecen luego de 4 meses de alzas, pero siguen atractivas y se mantiene el rezago de mediano y largo plazo respecto a pares desarrollados. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares.

Se estiman retornos accionarios acotados para el próximo año, pues a pesar de la menor presión en costos y los recortes de tasas de interés (lo que estaría en gran parte internalizado en los precios actuales), la demanda continuará debilitada tanto a nivel interno como a nivel internacional. Según Factset, para 2024 las utilidades corporativas crecerían 6.9%, lo que es corregido al alza en el último mes, pero se compara negativamente respecto a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades sería liderado por el sector de servicios comunicacionales, inmobiliario y materiales, todos los cuales cuentan con una baja base de comparación.

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

REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight*

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

El PIB del 4to trimestre de 2023 decepcionó (-0.3% trimestral), llevando a la economía a caer en recesión técnica. Con ello, en 2023 el crecimiento alcanzó 0.3% y para 2024 se proyecta apenas un 0.4%, afectado por un consumo débil y caídas en la inversión. El deterioro económico proyectado se refleja en las estimaciones de utilidades para este año y es que según Factset, las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 1.4% este año.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo baja a 3.9% en el trimestre móvil terminado en enero, con los salarios reales subiendo 1.4% anual. Por su parte, el consumo logra revertir la tendencia a la baja y supera las expectativas, las ventas minoristas crecen 0.7% anual en enero – el mayor incremento desde marzo 2022-.

Por su parte, la inflación se mantuvo sin variación en enero (4% anual la medida *headline* y 5.1% el registro subyacente). Así, dado un mercado laboral que se mantiene ajustado, y una inflación que está siendo pegajosa, el mercado se alinea a los propuesto por el Banco de Inglaterra internalizando 3 recortes de tasas para este año, comenzando entre junio y agosto. Acoplándose a los movimientos globales, la curva de tasas soberanas disminuyó en los últimos 30 días, hasta el 12 de marzo. La tasa a 2 años se ubica en 4.21% y la de 10 años en 3.94%.

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

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

La economía sigue sorprendiendo por su resiliencia y se consolida el escenario de aterrizaje suave. Luego de crecer 2.5% en 2023, el país crecería 2.1% este año, dato que ha sido corregido al alza el último mes.

El *momentum* económico es positivo a pesar de que el consumo decepcionó en enero ante un invierno que deprimió las ventas minoristas (-0.8% mensual). Dentro de los sectores donde ya se ven consecuencias del elevado nivel de tasas está el inmobiliario, donde la construcción y venta de viviendas nuevas ha bajado en forma considerable. También comienzan a disminuir los ahorros, lo que “normalizaría” el consumo. El mercado laboral comienza a enfriarse gradualmente, en febrero la creación de empleo superó los estimados y se agregaron 275 mil nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, el dato de enero fue corregido a la baja en 124 mil puestos hasta 229 mil. De esta forma, la tasa de desempleo aumentó desde 3.7% a 3.9%. Los salarios se desaceleran y suben 4.3% anual, siendo aún una fuente de preocupación para el Fed.

Por el lado monetario, la inflación sorprendió al alza por segundo mes consecutivo en febrero, llegando a 3.2% anual (con la medida subyacente bajando a 3.8%). Ante la persistencia de la inflación, no se alcanzaría la meta del 2% hasta inicios de 2025 y el mercado vuelve a postergar el inicio del recorte de tasas hasta junio o julio. En su reunión de marzo el Fed actualizará sus perspectivas de evolución de tasas (*dot plot*) y el mercado comienza a evaluar que podría ser más cauto en los recortes este año (en diciembre pasado proyectó 3 bajas de 25 pbs. para 2024). La curva de tasas de interés de bonos del Tesoro se aplanan en el último mes, con la tasa a 10 años bajando hasta 4.18% y la de 2 años alcanzando 4.60%.

Las acciones estadounidenses extendieron el rally un mes más y subieron en febrero por cuarto mes consecutivo apoyadas por una temporada de reportes corporativos que volvió a sorprender al alza. En promedio las utilidades de las acciones del S&P500 crecieron 8% interanual en el cuarto trimestre, no obstante, destaca el significativo impulso de unas pocas grandes tecnológicas. Sin las 7 Magníficas, las utilidades de las otras empresas del S&P 500 reportaron una contracción del 2% anual. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 11%, superando a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades estaría impulsado por los sectores de servicios comunicacionales, tecnología y salud.

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

Por su parte, en el plano político, comienza a cobrar relevancia la carrera presidencial. Luego del super martes, en que 15 estados tuvieron primarias, ya se definen los candidatos de los partidos republicano (Donald Trump) y demócrata (Joe

Biden). La republicana Nikki Haley bajó su candidatura luego de que no consiguiera el apoyo necesario para continuar. Así, la proclamación de los candidatos en las respectivas convenciones pasa a ser ahora un trámite. Desde el punto de las cuentas fiscales, ambos candidatos cuentan con propuestas que posponen la consolidación fiscal. Por un lado, Biden impulsaría el gasto fiscal con un presupuesto de más de USD 7 tn. en 2025 que estaría enfocado en programas sociales. Por su parte, Trump ya ha comentado que podría volver a impulsar rebajas de impuestos para recuperar la inversión y dar más dinamismo a la economía. Con todo, ambos candidatos necesitarán financiar sus programas una vez elegidos, y ante la necesidad de mayor financiamiento vendrán tasas de interés de equilibrio más elevadas que pre pandemia.

A pesar del positivo *momentum* económico y de flujos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, postergación del inicio de recortes de tasas, elevada volatilidad de éstas y vulnerabilidad ante rebaja en los estimados de utilidades nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral**.

JAPÓN: Se reduce la exposición a acciones japonesas hasta neutral

Uno de los mercados que ha destacado por su alza en el inicio del año es Japón. Con un sesgo exportador y tecnológico, el Nikkei ha subido casi 16% en yenes en lo corrido del año, llegando a nuevos máximos históricos. Detrás del rally hay una inflación que aparece para lubricar la economía, *momentum* económico positivo, entrada de flujos, valorizaciones atractivas, fortaleza corporativa, reformas estructurales y debilitamiento del yen, entre otros factores. Respecto a esto último, luego de una depreciación de 7% en 2023, el yen ha continuado bajo presión perdiendo casi un 5% de valor en lo corrido del año.

Si bien la mayoría de tales fundamentos continúa intacto, **se decide tomar utilidad y neutralizar la posición debido a cierta pérdida de *momentum* económico y de flujos, valorizaciones que suben para quedar en niveles justos y ante un eventual término de la política monetaria expansiva que lleve a una apreciación del yen.**

La inflación habría llegado para quedarse, lo que es un problema favorable dado lo acotado de su nivel (2.2% anual en enero para la medida *headline* y 3.5% en la subyacente, ambas sobre lo esperado). Tal nivel de inflación, alta en términos históricos, pero relativamente acotada, ha permitido mantener una política monetaria expansiva que podría terminarse tan pronto como este mes. El mercado internaliza que se pondría fin a una era de tasas de interés negativas y se neutralice la tasa de largo plazo. Como reflejo de tal expectativa, la tasa del bono soberano a 10 años subió a 0.76% en marzo, su mayor nivel en lo corrido del año y el yen se apreció 1.5% en el mes.

En febrero las acciones japonesas subieron más que pares las globales lo que lleva a 4 meses continuos de alzas y encarecimiento de las valorizaciones. No obstante, la razón *P/U fwd.* se mantiene en niveles justos tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 en torno a 10%, estimación levemente superior a pares desarrollados y corregida al alza en el último mes.

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

Febrero continuó con las alzas de los mercados accionarios globales y los emergentes no fueron la excepción. En este contexto China lideró, con la vuelta de flujos de inversionistas, principalmente domésticos. Por el lado de Asia Em. Ex China, el desempeño también fue positivo, impulsado por su sesgo tecnológico. En América Latina, las acciones se quedaron atrás de la mano de una depreciación de sus monedas y negativos reportes corporativos. Por último, en EMEA, se cierra parcialmente el *UW*, financiado con la neutralización de Japón, como una mejor visión en algunos *commodities*, no solo el petróleo, si no también metales.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

Los mercados latinoamericanos se quedaron atrás en febrero, pero hacia adelante se mantienen las buenas perspectivas. La temporada de reportes corporativos está por finalizar y el dólar debiera seguir debilitándose, en la medida que se consolidan las expectativas respecto del inicio de recortes de tasas del Fed este año. En Brasil tuvimos buenas noticias por el lado fiscal, mientras que en México se impulsan algunas reformas preocupantes, pero se siguen conociendo noticias de mayor inversión extranjera asociada al *nearshoring*. Chile y Colombia destacan por sus valorizaciones con un elevado descuento histórico y relevantes recortes de tasas de interés, mientras que en Perú el ruido político ha aumentado. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica.**

En **Brasil** la visión se mantiene positiva, y es que con el inicio de año comenzamos a conocer mejores noticias tanto económicas como políticas. Por el lado de la actividad, la economía se expandió un 2.9% en 2023 y los PMIs de enero y febrero confirman que el *momentum* económico sigue positivo, y en el segundo mes del año se consolidan en terreno expansivo tanto el de manufacturas (54.1 pts.) como el de servicios (54.6 pts.). Por el lado de la inflación, en febrero se mantuvo estable y en línea con lo esperado, registrando 4.5% en doce meses. Así, el Banco Central se reunirá el 20 de marzo y el mercado espera mantenga su ritmo de recortes de 50 pbs., llevando a la tasa Selic a 10.75%. El mercado sigue pensando que la tasa de referencia va a cerrar el año en 9.5%. Las valorizaciones continúan transando bajo su promedio de 5 años (0.5 desviaciones estándar, P/U *fwd.*) y las proyecciones de crecimiento utilidades para este año se corrigen al alza y se ubican en una estimación de 9.1%. Por el lado de los flujos, la semana terminada el 6 de marzo se retomaron las entradas netas de flujos de inversión por 0.1% del AUM de fondos e ETFs, tras varias semanas de salidas. Esto puede estar asociado a que fue el único país latinoamericano del MSCI emergente que con la revisión de los índices de febrero se le agregó una acción. Por el lado político, se conocieron buenas noticias de la parte fiscal, en tanto se alcanzó un superávit primario que superó las expectativas, principalmente asociado a mayores ingresos que vinieron de los nuevos impuestos de *offshore, close ended funds* (825 millones de dólares). Con esto, se descarta que se revise la meta fiscal en marzo, escenario que podría cambiar en la medida que los nuevos datos fiscales muestren cifras más deterioradas. Por el lado de las otras iniciativas legislativas, es difícil que durante el año se aprueben aquellas de magnitud considerable como es el caso de la reforma tributaria. Esto, dado que es probable que se pause la agenda a mediados de año de cara a las elecciones presidenciales. Así, se mantienen las perspectivas positivas para Brasil, y se consolida una disminución de riesgo político, que, junto con valorizaciones descontadas, una actividad que se desacelera, pero sorprende, y entrada neta de flujos de inversión, **se decide mantener el OW en acciones brasileñas.**

En **México**, se revisó al alza el dato de PIB de 2023 hasta 3.2%, pero por debajo de la proyección que se tenía hace unos meses respecto de la economía mexicana. Por el lado del *momentum* económico, 2024 continuó con más fuerza en el sector no manufacturero, y el IMEF de dicha industria se aceleró hasta 52.9 pts., mientras que el manufacturero bajó hasta 49.9 pts. Por otro lado, las cifras de producción industrial del primer mes del año muestran que se acelera, crece 2.9% anual, y deja atrás la desaceleración que venían mostrando los dos registros anteriores. Con respecto a la inflación, en febrero retomó la convergencia y bajó hasta 4.4% en doce meses, luego de tres meses al alza, y el registro subyacente continuó a la baja para ubicarse en 4.6% anual. Esto, junto con el mensaje más *dovish* de Banxico de la última reunión, consolidan las expectativas de mercado para que la autoridad monetaria comience sus recortes en marzo. Esta sería una de las primeras ocasiones en que el Banco Central de México se desacopla del Fed, pudiendo tener un impacto depreciativo en el peso mexicano, que ha sido una de las monedas emergentes más resilientes en lo que va del año. Con respecto a las valorizaciones, la bolsa mexicana continúa transando con una P/U *fwd.* en torno a 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años. Las estimaciones de utilidades, tanto para este como el próximo año se revisan al alza y se siguen observando entradas netas de flujos de inversión a ETFs en los últimos 1 y tres meses, sin embargo, en lo corrido del año son negativos. Por el lado político, se acercan las elecciones de junio, en las cuales será determinante la

composición resultante del congreso, cuyo escenario base continúa siendo que el oficialismo no obtendrá la mayoría calificada. En el intertanto, AMLO ha intentado quitar el foco de las votaciones y ha impulsado 20 reformas constitucionales, algunas de las cuales ponen especial presión en las arcas fiscales. Dentro de estas cabe mencionar la de pensiones, que promueve que los jubilados obtengan el 100% de su último sueldo (desde el 55% actual). Esta tiene una baja probabilidad de ser aprobada, a diferencia de la que propone que el salario mínimo se expanda más que la inflación, la que además agregaría presiones inflacionarias. A lo anterior, se suman las protestas que se exacerbaron en la primera semana de marzo, aun cuando no implican un aumento significativo del ruido político. De esta manera, a pesar de la resiliencia económica derivada del *nearshoring*, la volatilidad política de cara a las elecciones comienza a aumentar, el mercado accionario pierde *momentum* y la moneda puede comenzar a perder la resiliencia que ha mostrado hasta el momento, por lo que **se reduce la posición OW que se traía en acciones mexicanas**.

En **Chile** la actividad económica siguió mostrando una elevada volatilidad y en enero creció 2.5% anual, tras caer un 1.0% en diciembre. Con este dato que sorprendió al mercado, los analistas revisaron al alza su proyección de crecimiento en 0.1 puntos porcentuales (pp.) hasta 1.8% en 2024, en tanto en febrero esperan otro registro positivo que anote un crecimiento de 1.5% en doce meses. La inflación decepcionó en febrero y se ubicó por sobre lo esperado, acelerándose con respecto a enero y alcanzó una tasa de 4.5% en doce meses. El registro sin volátiles, que guía al Banco Central, continuó su senda de convergencia y se ubicó en 4.2% anual. El dato de febrero dejó en evidencia que el mayor peso de los bienes transables de la nueva canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) hace que el *pass through* del tipo de cambio al nivel de precios sea más acelerado, y la depreciación del peso chileno en febrero impactó considerablemente este registro. De esta forma, el mercado ajustó sus expectativas y proyecta que la inflación cierre el año en torno a 3.5% en doce meses, alejándose del 3.0% que es la meta del Banco Central. A su vez, también el consenso de los analistas espera que, en la próxima reunión de política monetaria, el Banco Central disminuya el ritmo de recortes de tasas y la baje en 75 pbs. en su reunión de abril, llevándola a 6.5% y ubicándose en 4.5% al cierre del año. Con la llegada de marzo se retoma la agenda legislativa y el gobierno ha declarado que sus prioridades se centran en las reformas de pensiones y pacto fiscal, o reforma tributaria. Al respecto de esta última, hay poca claridad de las medidas concretas que incluirán los proyectos de ley y por el lado de la iniciativa previsional, el ejecutivo ha dado señales de estar dispuesto a flexibilizar el destino de los puntos adicionales de cotización. Por el lado fiscal, el Consejo Fiscal Autónomo volvió a advertir el deterioro de las cuentas y cómo el aumento del nivel de gasto comprometido no está financiado. En relación con las variables de mercado, las valorizaciones de la bolsa chilena continúan exhibiendo un descuento tanto histórico como relativo a pares emergentes. Sin embargo, no se ven entradas netas de flujos de inversión significativas en el último mes y febrero destacó por un positivo desempeño del mercado. Las estimaciones de utilidades para este año apuntan a un crecimiento de alrededor de un 5%, dejando atrás las caídas de 2023. Así, en un contexto de alta volatilidad de los registros de actividad, la mayor intensidad de la agenda política, menor ritmo de recortes de tasas y un mes de febrero muy positivo para la renta variable chilena, **se reduce el OW** con convicción en la normalización de utilidades y las atractivas valorizaciones.

En **Colombia** la actividad económica decepcionó y 2023 cerró con un PIB muy por debajo de lo esperado y del año anterior, creciendo un magro 0.6%. Las expectativas respecto de los datos sectoriales para el primer mes del año apuntan a que tanto la producción industrial como las ventas minoristas se siguieron contrayendo, pero a un menor ritmo que el esperado. Por el lado de la inflación, esta siguió a la baja en febrero y se ubicó en 7.7% anual, mientras que la subyacente cede más lento y registró 9.2% en doce meses. Esto, junto con la menor actividad económica, han llevado al mercado a consolidar una expectativa de recorte de tasa de interés de política de parte del Banco Central de Colombia a 50 pbs. para la próxima reunión, lo que significaría una aceleración del ritmo que ha venido mostrando desde que inició el ciclo de bajas y lo que llevaría la tasa de interés a 12.25%. Por el lado político, Gustavo Petro sigue siendo uno de los presidentes peor evaluados de la región y han continuado los líos respecto del financiamiento ilegal durante su campaña. De esta

manera, el descontento social sigue al alza, al igual que el ruido político y se materializa el giro hacia la derecha de parte de la población. Esto se ve reflejado en las protestas de la oposición en contra de las reformas impulsadas por el oficialismo. Así, la de pensiones, que tiene una mayor probabilidad de ser aprobada, volvió a fracasar en el segundo debate del Senado por no alcanzar el quórum necesario. Por otro lado, la de salud debe ser aprobada en dos debates adicionales antes de junio o será archivada, lo que disminuye su probabilidad de triunfar. Además, aumenta el riesgo de que no se cumpla la regla fiscal y el Comité Autónomo de la Regla Fiscal advirtió que se necesita un ajuste adicional. A pesar del elevado ruido político, la bolsa colombiana mantiene las valorizaciones más atractivas de la región, transando casi 1 desviación estándar bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como Precio/Valor Libro [P/VL]). Para este año se prevé una contracción de utilidades de en torno a 6%, bajo lo esperado hace 1 y tres meses, lo que conversa con la salida neta de flujos de inversión de ETFs del país por 1.0% del AUM en el último mes. De esta manera, a pesar de las descontadas valorizaciones, el elevado ruido político, junto con el débil *momentum* macroeconómico y negativo *momentum* accionario nos llevan a **mantener una posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** reaparecieron los ruidos políticos con la llegada de marzo y destacan entre ellos la votación de la moción de vacancia contra Dina Boluarte presentada en diciembre del año pasado, que se rechazó en el Congreso a principios de mes. Más grave aún fue la renuncia del primer ministro tras conocerse su relación con un contrato y transferencia irregular en el sector público. A pesar de esto, se aprobó la reinstauración de la bicameralidad, lo que a su vez retoma la reelección parlamentaria. Según el mercado, esto no disminuiría la volatilidad política. De esta manera, el séptimo retiro de los fondos de pensiones se posterga y se materializaría el segundo trimestre. Por el lado macro, se mantiene la debilidad económica y el PIB se contrajo 0.6% en 2023. Para enero el mercado espera que la actividad económica se expanda 1.9% anual, dejando atrás parcialmente las caídas y normalizándose. La inflación se aceleró en febrero y se ubicó en 3.3% anual, saliendo del rango meta que maneja el Banco Central ($2\% \pm 1\%$), lo que llevó a la autoridad monetaria a pausar los recortes de tasas en su reunión de febrero, manteniéndola en 6.25% y decepcionando al mercado que esperaba continuara con los recortes de 25 pbs. y la llevara hasta 6.0%. Por el lado de las valorizaciones, estas transan en torno al promedio de 5 años, mientras que las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento de doble dígito para este año, que se corrige fuertemente al alza de la mano de la normalización económica que se espera se dé a lo largo de 2024. De esta forma, a pesar de las positivas estimaciones de utilidades y la normalización económica, no se ve un atractivo en valorizaciones y aumenta el ruido político, por lo que se **mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** la actividad económica de diciembre confirmó la contracción de 2023, y la caída del PIB argentino habría sido de 1.6% el año pasado. Para 2024 se espera una contracción mayor del orden de 2.8%. El dato de producción industrial de enero sigue mostrando caídas de doble dígito, con una baja de 12.4% anual, confirmando el negativo *momentum* de la actividad, destacando una mayor caída del sector construcción. Por el lado de la inflación, las noticias son más positivas y en febrero el registro anotó un alza de 13.2% mensual, desacelerándose desde el *peak* registrado en diciembre del año pasado (25.5% MoM). Sin embargo, en doce meses la inflación sigue acelerándose y alcanza los 276.2%. Antes de la publicación del dato, el Banco Central había anunciado una reducción de la tasa de política monetaria (de los pases pasivos) a 80% (desde 100%) y la eliminación de la tasa mínima por las colocaciones a plazo. Esto, en un contexto en que la entidad monetaria reconoce que la inflación minorista muestra una trayectoria a la baja desde el cierre de 2023 y que las perspectivas para el registro subyacente son favorables. Por el lado político, el ruido ha aumentado y febrero, en conjunto con lo que va de marzo, han estado marcados por importantes acontecimientos. Luego de las discusiones entre el gobierno central y los gobernadores por el recorte de transferencias discrecionales, el presidente Javier Milei anunció el coloquialmente conocido como el Pacto de Mayo, que consiste en un paquete de 10 reformas para el nuevo orden económico argentino. Dentro de ellas se incluían la inviolabilidad de la propiedad privada y el equilibrio fiscal. Con esto, las tensiones entre Nación y Provincias disminuyeron, al menos temporalmente. Lo anterior antecedió el anuncio

de una versión acotada de la Ley Ómnibus, que incluirá del orden de 200 artículos, alrededor de un tercio de la anterior. Con esta se pretende recaudar más de 1 punto del PIB y el foco de discusión es si incluirá o no el impuesto a las ganancias. En el intertanto, el presidente anuló el aumento de sueldos que percibió el gabinete nacional y él mismo, para posteriormente despedir a su secretario de trabajo. Por último, violentos acontecimientos en la ciudad de Rosario, asociados al narcotráfico, ponen en duda la capacidad del gobierno de combatir estos hechos. Con todo, estos eventos han permeado al sentimiento de la población y el Índice de Confianza en el Gobierno cae en febrero por segundo mes consecutivo, pero aún en niveles altos con respecto a la historia. A pesar de que las valorizaciones lucen atractivas y continúan las entradas netas de flujos de inversión a ETFs por alrededor de 6.1% del AUM en el último mes, la inestabilidad política y las negativas perspectivas macroeconómicas nos llevan a **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

La Asamblea Popular Nacional de China finalizó sin el discurso final de Xi Jinping y sin la conferencia del primer ministro, dando señales de mayor concentración del poder político y falta de comunicación. Sin embargo, sí se anunció la meta de crecimiento económico para 2024 de 5%, además de disminuir el déficit fiscal a un 3% del PIB, desde 3.8% revisado en 2023. Además, se dio a conocer la emisión de USD 139 *bn* en bonos de larga duración, como medida de estímulo fiscal, mientras que el sector inmobiliario tuvo menor énfasis, dejando en claro que quienes deban solicitar la quiebra, no tendrán otra alternativa. En este contexto, durante febrero acreedores de Country Garden solicitaron la liquidación del desarrollador luego de incumplir un pago de USD 204 millones. Por otro lado, la instancia consolida el poder de Xi, ya que se habría votado a favor para realizar cambios en la estructura del Consejo de Estado. Estos cambios podrían alterar las figuras del vice premier y jefe del Banco Popular de China, y aunque su impacto no está claro, le daría mayor poder de supervisión a las cabezas del Partido Comunista sobre el gabinete.

El mercado accionario chino se divide en acciones tipo A (*onshore*) y acciones tipo H (*offshore*). Las acciones tipo *onshore* fueron incluidas al índice MSCI en 2018 y son dependientes en mayor medida de la economía doméstica, para la cual tenemos perspectivas más constructivas. Por el lado de los estímulos o reformas del gobierno, UBS estima que los fondos respaldados por el Estado han comprado USD 57 *bn* en acciones tipo A (*onshore*), cuyos flujos dieron un impulso al mercado accionario local. Además, el primer ministro dijo que está buscando limpiar las políticas que obstaculicen la competencia “leal” y romper con las barreras de acceso tanto explícitas como implícitas en el mercado local. A la vez, prometió reformas fiscales y en el sistema de impuestos con el fin de construir un mercado nacional unificado, mientras que los reguladores implementarán la eliminación gradual de fondos “*Quants*”, acusados de contribuir a la venta masiva de las acciones chinas. Aunque el mayor control podría deteriorar la confianza del inversionista, el conjunto de medidas ha provocado que el mercado accionario nacional revierta la tendencia a la baja y el índice CSI 300 se encuentre positivo en lo corrido del año, borrando las pérdidas de enero. Por otro lado, durante febrero tuvo lugar el año nuevo lunar, feriado nacional que se caracteriza por un aumento en la movilidad de la población china. Las cifras no oficiales muestran una incipiente recuperación y el número de turistas superó los niveles previos a la pandemia (2019), mientras que el gasto en turismo habría crecido en torno a 8% interanual. De igual modo los viajes y la actividad en los casinos mostraron una mejora. Todo lo anterior se condice con una eventual mejora en los niveles de confianza de los consumidores locales (que sube los últimos dos meses). Esto también suele impulsar el mercado *onshore*.

Por el lado geopolítico, las tensiones con Taiwán aumentaron durante febrero, luego de la muerte de dos pescadores que escapaban de la guardia costera taiwanesa. Posteriormente, en la Asamblea Popular Nacional de China, Xi reiteró la reunificación de una nación, sin embargo, a diferencia de otras instancias similares, en esta ocasión no ratificó “una reunificación pacífica”. Por otro lado, Estados Unidos llamó a sus aliados a endurecer las restricciones de acceso tecnológico a China, ya sea maquinarias y/o semiconductores. Ante esto, el ministro de relaciones exteriores Wan Yi,

declaró que las restricciones son irracionales, y Beijing estaría formulando un fondo por USD 27 *bn* para desarrollar tecnología y así contrarrestar las restricciones impuestas por Estado Unidos.

Con respecto a la actividad económica, el PMI Caixin de manufacturas continúa en terreno de leve expansión en febrero (50.9 pts.), contrario al registro oficial que se mantiene en sector contractivo (49.1 pts.), mientras que el de servicios se encuentra en 52.5 pts. (Caixin). A su vez, las exportaciones se expandieron 7% interanual en lo corrido del año, incorporando enero y febrero. Por el lado de la inflación, se aceleró a 0.7% anual en febrero y dejó atrás 4 meses negativos, lo que el mercado tomó positivamente. A su vez, el Banco Popular de China decidió, en su reunión de febrero, mantener la tasa de facilidad de préstamo a 1 año en 3.45%, mientras que sorprendió el recorte de 25 pbs. en la tasa de préstamo a 5 años llegando a 3.95%, siendo el primer recorte de esta magnitud desde la incorporación del sistema de tasas en 2019.

Respecto a valorizaciones, por el lado de las acciones tipo H, éstas transan con más de 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (tanto P/U fwd. como P/VL), siendo unas de las más descontadas a nivel global. Sin embargo, las acciones chinas tipo A transan con un descuento histórico menor, pero bajo su promedio de 5 años (P/U fwd.), aun luciendo atractivas. Por otro lado, se observaron entradas netas de flujos de inversión por ~5% del AUM del principal ETF de este tipo de acciones durante el último mes. Por el lado de las proyecciones de utilidades, para este y el próximo año se corrigen a la baja en el último mes, pero se proyectan crecimientos del orden de 14% para ambos años. De esta forma **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas, aunque con una perspectiva más positiva en el mercado local considerando** valorizaciones atractivas, estímulos fiscales y monetarios, e incipientes señales de recuperación macroeconómica. Sin embargo, se mantiene la visión de cautela en las acciones de China *offshore* asociada a los elevados niveles de desconfianza de parte de inversionistas extranjeros que no permite el retorno de los flujos de inversión.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight*

Se mantiene alta convicción en mercados de Asia Emergente ex China, dado que se suman al *momentum* de mercados globales y acciones tecnológicas. Por el lado de India, se mantienen perspectivas macroeconómicas positivas, y de cara a las elecciones se reduce el *overweight*. En Taiwán y Corea del Sur, se comienzan a ver mejoras en el *momentum* económico, o al menos pausas en las caídas. A su vez, el comercio exterior comienza a mejorar, lo que da soporte al crecimiento económico.

Se decide disminuir *overweight* en acciones indias. Se debe principalmente a una toma de utilidad y la cercanía de las elecciones generales ya que se mantiene el *momentum* económico. El PIB del cuarto trimestre 2023 creció 8.4% anual, mientras que el trimestre previo se corrigió al alza a 8.1% anual. De esta manera el PIB de India creció en torno a 7.7% anual en el año calendario 2023, mayor a las expectativas del Fondo Monetaria internacional (6.7%). Además, se revisó al alza la proyección del PIB del año fiscal 2023, que termina en marzo de este año, a un crecimiento de 7.6% (+0.3 pp.) A su vez el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 56.9 y 60.6 pts. respectivamente en febrero. La inflación de febrero se mantuvo en 5.1% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%) y se espera continúe con una tendencia de desaceleración. A su vez, en la última reunión de política monetaria de febrero, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50% y el mercado internaliza que los recortes iniciarían en el segundo trimestre. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en la media de 5 años (P/U fwd.). Por el lado corporativo, luego de reportar ~99% de las compañías en la temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre de 2023, destaca el crecimiento de utilidades y ventas. Las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y a doble dígito tanto para este como para el próximo año, y ambas han sido corregidas al alza en los últimos uno y tres meses. Por el lado de flujos, continúan entradas netas al conjunto de ETFs del país y al ETF más

representativo durante el último mes. Por el lado geopolítico, India firma un tratado de libre comercio con la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) que durará 15 años, generando una enormidad de inversión de USD 100 *bn* y crearía un millón de empleos. Por otro lado, el primer ministro Modi visitó Medio Oriente durante febrero y continúa con las conversaciones para el “Corredor Económico India - Medio Oriente - Europa”. Además de impulsar el comercio entre las regiones, busca contrarrestar la presencia de China y la iniciativa “*Belt and Road*”.

Se decide mantener *overweight* en acciones surcoreanas. Continúa el *momentum* económico en Corea del Sur y el PMI de manufacturas de febrero se encuentra en terreno de expansión en 50.7 pts., a la vez que las exportaciones crecieron 4.8% interanual, siendo el quinto mes consecutivo de expansión, mientras que las exportaciones de semiconductores crecieron 67% anual, continuando con las perspectivas de un nuevo ciclo de semiconductores que impulsaría la economía surcoreana. A su vez, la inflación se aceleró más de lo esperado por el mercado registrando 3.1% anual en febrero, poniéndole fin a la senda de desaceleración y escapándose del objetivo del Banco Central (2%). Mientras que la autoridad monetaria durante la reunión de febrero mantuvo la tasa de referencia en 3.50%, enfatizando que es muy pronto para iniciar los recortes de tasa ante la preocupación por la inflación, así el mercado estima que los recortes podrían iniciar en el tercer trimestre de este año o luego de que lo haga el Fed. Por su parte, las acciones coreanas rentaron USD 7.9% durante febrero, mes en que las acciones emergentes se vieron impulsadas generalizadamente por el crecimiento de China y un won surcoreano que se apreció marginalmente 0.2% en el mismo periodo. Por el lado de las valorizaciones, estas transan bajo sus promedios históricos, debido a una corrección durante los primeros días de marzo asociados a un aumento en las utilidades esperadas. En el último mes se registran entradas netas de flujos de inversión al ETF más representativo del país por ~4% del AUM. Finalmente, la proyección de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son de las más altas dentro de Asia emergente y crecerían a doble dígito, siendo corregidas al alza las proyecciones para este año durante el último mes.

Por el lado geopolítico, las tensiones con Corea del Norte aumentaron luego de que Estados Unidos comunicara la realización de ejercicios militares durante marzo. Por su parte el líder norcoreano, Kim Jong Un afirmó que tiene el derecho legítimo de destruir Corea del Sur. Mientras que internamente algo de incertidumbre se asoma por las elecciones parlamentarias de mayo a las que se suma las protestas de los doctores, ante la intención del gobierno de aumentar la admisión de alumnos a escuelas de medicina, lo que sugieren no solucionaría el problema de salud.

Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán. Las acciones taiwanesas subieron 4.0% en febrero (en USD), mientras que el dólar taiwanés se depreció 1.0%. El *momentum* económico continúa deteriorado, el PMI de manufacturas cae marginalmente en febrero y continúa en terreno de contracción (48.6 pts.). Por el lado de la inflación, esta se aceleró a 3.1% anual en febrero desde 1.8% en enero, alejándose del objetivo del Banco Central (2%) y dificultando la convergencia de la inflación. A su vez, el Banco Central no se reúne desde diciembre, donde se decidió mantener la tasa de referencia en 1.875%. La próxima reunión se realizará en marzo y el mercado internaliza que los recortes inicien en el 2T2024. Por el lado de las valorizaciones, las acciones taiwanesas lucen caras, transando en torno a 1 desv. estándar sobre el promedio de 5 años en la razón P/U *fwd*. A su vez se estima un crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 positivo y de dos dígitos, que se corrigen al alza durante el último mes. En el ámbito político, las tensiones con China aumentaron durante el último mes. En respuesta Beijing aumentó el patrullaje alrededor de la isla a la vez que la guardia costera china abordó un crucero taiwanés. A su vez, una delegación estadounidense visitó la isla para dar apoyo, lo que el gobierno chino consideró como una interferencia, reiterando su oposición.

Se mantiene la posición neutral en Indonesia. Las acciones de indonesias se quedaron atrás con respecto a pares de Asia, rentando 2.9% (en USD) durante febrero. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas, encontrándose bajo de su

promedio histórico (tanto P/U *fwd.* como P/VL). Por el lado económico, continúa con un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas sube a 52.7 pts. en febrero. Por su parte, la inflación se aceleró marginalmente hasta 2.8% anual en febrero, dentro del rango meta (2-4%). Durante la reunión de política monetaria de febrero se decidió mantener la tasa de referencia en 6.0%, para dar soporte a la moneda y comunicando que no hay apuro en iniciar el ciclo de recorte de tasas. Por el lado político, el resultado no oficial (que podría conocerse el 20 de marzo) de las elecciones presidenciales del 14 de febrero entrega como ganador al actual ministro de defensa, Prabowo Subianto. Hasta el momento el resultado presenta riesgos de populismo fiscal y nacionalismo económico principalmente, además de incertidumbre por conflictos internos con el partido. Por el lado de **Tailandia se disminuye el *underweight***. El *momentum* económico continúa débil y el PMI de manufacturas cae en febrero registrando 45.3 pts. Por el lado de los precios, la inflación continúa en registro negativos por quinto mes consecutivo (-0.8% a doce meses en febrero). A su vez, en la última reunión de política monetaria se decidió mantener la tasa de referencia en 2.5% durante febrero. Las autoridades están presionando al Banco Central para que inicie el ciclo de recortes de tasa dado el deterioro económico. Además, la Comisión Nacional Electoral solicitará al Tribunal Constitucional disolver el principal partido de oposición. Por el lado de las acciones, éstas cayeron 0.7% durante febrero, siendo el único país en que sus acciones rentan negativo dentro de Asia EM. Sin embargo, las valorizaciones de las acciones transan bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.*) y las proyecciones de crecimiento de utilidad se corrigen fuertemente al alza tanto para este como para el próximo año, proyectando un crecimiento del orden del 18% para este año.

EMEA: disminuye el *underweight*

Con respecto a la región de EMEA, febrero tuvo un buen desempeño impulsado por países como Turquía, Arabia Saudita y Polonia. Sudáfrica se quedó atrás, de la mano de una pronunciada depreciación del rand. En marzo, se disminuye la subexposición a este mercado debido a mejores perspectivas para Sudáfrica. La depreciación de la moneda no debiera continuar en dicha senda, y mejoran las perspectivas para el oro, metal precioso significativamente correlacionado con el mercado accionario y cuya demanda de parte del gigante asiático ha aumentado significativamente.

Eskom, empresa pública de electricidad en **Sudáfrica** no logró cumplir con la venta de “Eskom Finance Company”, lo que derivará en menores ingresos estatales. De esta forma recibirá ZAR 76 mil millones por parte del gobierno según la revisión del presupuesto del tesoro, ZAR 2 mil millones menos de lo proyectado. Por el lado de los recortes de energía, el ministro de electricidad comunicó la incorporación de 6,000 megavatios adicionales en el suministro eléctrico, aunque sin comunicar desde cuándo se incorporarán. Por otro lado, y debido a que Eskom no ha logrado solucionar los cortes de suministro energético, Hohm Energy, *startup* de energía solar, recaudó USD 8 millones en su ronda de financiamiento inicial. El *momentum* económico mejora levemente y el PMI de manufacturas de febrero pasa a terreno expansivo (50.8 pts.), mientras que el PIB del cuarto trimestre de 2023 creció 0.1% trimestralmente, luego de una contracción de 0.2% el trimestre previo, esquivando la recesión técnica, a la vez que el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB se incrementó a 2.3% durante el mismo periodo. Por el lado de la inflación, continúa controlada dentro del rango objetivo (3.0% a 6.0%) ubicándose en 5.3% anual en enero, mientras la subyacente se aceleró marginalmente hasta 4.6% (4.5% dic.). Esta economía es importadora neta de petróleo y gas, lo que la hace susceptible a presiones inflacionarias y deterioro de los términos de intercambio ante eventuales aumentos de precios, cómo se ha observado en lo corrido del año con el precio del petróleo. Durante la última reunión de política monetaria, el Banco Central decidió mantener la tasa en 8.25%, mientras que el mercado internaliza que los recortes de la tasa de referencia inicien en el segundo trimestre, con un recorte inicial de 25 pbs. bajando a 8%. Por el lado político, las elecciones son el principal foco de monitoreo, ya que se han definido como las más “reñidas”. El deterioro económico ha aumentado la incertidumbre y disminuido el apoyo al partido gobernante. Respecto a las valorizaciones, las acciones transan en torno a su promedio de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son positivas y de doble dígito, sin embargo,

durante el último mes se corrigen a la baja para este año. Pese a este contexto de incertidumbre política, preocupación fiscal, continuidad de problemas energéticos y valorizaciones ajustadas, **se decide disminuir el UW en acciones sudafricanas** tras la mejora en las condiciones económicas y una inflación controlada.

Se decide llevar a UW las acciones turcas. El *momentum* económico continúa débil. El PMI de manufacturas de febrero mejoró y por primera vez luego de 8 meses supera los 50 pts. Sin embargo, la inflación alcanzó un nivel no visto desde noviembre de 2022 y se aceleró hasta 67% anual en febrero, desde 65% en enero, mayor a lo esperado, en tanto la medida subyacente también estuvo sobre las expectativas de mercado (73% vs. 73%E). A su vez, el Banco Central durante la reunión de política monetaria de febrero decidió mantener la tasa de referencia en 45.0%, comunicando que los indicadores recientes sugieren que la demanda interna se modera, aunque la rigidez de la inflación de los servicios, riesgo geopolíticos y precios de alimentos mantiene las presiones inflacionarias. En el comunicado se afirma también que se ser necesario, la tasa de política monetaria podría volver a aumentar. Por el lado político, el presidente Recep Tayyip Erdogan se reunió con el presidente de la autoridad Palestina, Mahmoud Abbas, para discutir y detener la denominada “brutal agresión israelí y guerra genocida” por la autoridad palestina. Mientras que Erdogan advirtió consecuencias graves para Israel si bloquea lugares sagrados en el mes del Ramadán. Por otro lado, el ministro de asuntos exteriores turco busca estrechar los lazos militares con Estados Unidos, aunque a Erdogan le interesa mantener las relaciones con Rusia. Las acciones turcas rentaron USD 5.0% en febrero, sin embargo, la lira turca se depreció 1.7%. Durante marzo se realizarán elecciones locales, agregando mayor incertidumbre, ya que podría determinar el apoyo que tiene el presidente. A lo largo de la historia la lira turca se ha depreciado post elecciones, agregando otra arista de incertidumbre y riesgo. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan bajo sus promedios de 5 años (P/U *fwd*). Por su parte, las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y de doble dígito para 2024 y 2025, y se corrigen al alza durante el último mes, a la vez de salidas netas de flujos de inversión durante febrero del conjunto ETFs del país. De esta forma, **se decide llevar a UW las acciones turcas**, por incertidumbre política en torno a las elecciones locales lo que daría paso a una posible depreciación de la moneda, a la vez que continúa con un deterioro económico y salida de flujos.

Se decide mantener neutral el resto de las economías de Europa EM (Polonia y Grecia). El *momentum* económico es divergente; el PMI de manufacturas de Polonia continúa en terreno contractivo y en Grecia se encuentra en terreno expansivo y mejorando. Sin embargo, ambas tienen factores cualitativos menos favorables. En Grecia, continúan las protestas de los agricultores que solicitan mayor apoyo fiscal ante el aumento de costos y las nuevas regulaciones de la Unión Europea en su acuerdo verde. Mientras que Polonia se prepara en la frontera a causa del avance ruso en su guerra con Ucrania, enviando una solicitud al presidente Biden para aumentar las tropas estadounidenses en la frontera con Ucrania. A pesar de las descontadas valorizaciones, el ruido político nos lleva a mantener la cautela en estos mercados accionarios.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** mejoró durante febrero y se encuentra en amplio terreno expansivo (57.2 pts.). El índice de precios al consumidor continúa sin presiones inflacionarias, registrando 1.6% anual en enero. A su vez, el Banco Central mantiene su tasa de referencia en 6.0% desde julio del año pasado, y el mercado espera que inicie recortes entre junio y julio en línea con el Fed, debido al tipo de cambio fijo. Por el lado de las valorizaciones, las acciones transan bajo sus promedios de 5 años (P/U *fwd*) y las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y a doble dígito para este y el próximo año, siendo corregidas ambas a la baja durante el último mes. Con respecto a los flujos de inversión, se observan salidas netas durante el último mes en el conjunto de ETFs del país. Esta economía -altamente dependiente del petróleo- implementó recortes de producción voluntarios de 1 millón de barriles diarios en 2023 para mantener el precio del crudo en un piso. En el comunicado de marzo, la Organización de países exportadores de petróleo comunicó la extensión de los recortes de producción de petróleo hasta el segundo trimestre de este año. De igual manera, Arabia

amplió su recorte de producción voluntario de 1 millón de barriles diarios a hasta el segundo semestre. Saudi Aramco, petrolera estatal del país comunicó que abandonó el proyecto de expansión de capacidad máxima de producción a 13 millones de barriles diarios, así la producción se mantendrá en 12 millones de barriles diarios. El precio del petróleo Brent en lo corrido del año ha subido 6.9%, recuperando la caída de los últimos meses del año pasado. Por el lado geopolítico, Arabia Saudita, en conjunto con los Emiratos Árabes Unidos, condenaron los ataques israelíes en la franja de Gaza. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, pero de tensiones geopolíticas y salida de flujos, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes**.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se neutraliza el overweight en treasuries de 5 años y el underweight en treasuries de 10 años, mientras que se mantiene el neutral en treasuries de 30 años y TIPS.

Si bien el final de 2023 y el inicio de 2024 se caracterizaron por la resiliencia de la economía estadounidense junto con la consolidación del escenario de *soft landing* en los mercados, con la llegada de febrero la inflación vuelve a tomar un rol protagonista y pone en duda la senda de convergencia esperada, mostrando que esta “última milla” de la inflación hacia la meta tomaría más tiempo que el previamente estimado. Es así que, el mercado continuó moderando sus expectativas de recortes de tasas este año a entre 3 y 4 recortes, alineándose a los 3 recortes esperados por el Fed actualmente y postergando el comienzo de éstos a la reunión de junio o julio. Por otro lado, en los últimos datos económicos se mantiene la fortaleza de la economía norteamericana, y a pesar del que el último reporte de empleo entregó señales más mixtas, el mercado laboral sigue en niveles de pleno empleo, con una creación de empleo de febrero que supera nuevamente las expectativas y una tasa de desempleo que se mantiene bajo el 4%. A su vez el mercado ajusta al alza sus expectativas de crecimiento para este año pasando de 1.5% a 2.1%. En cuanto a los datos de inflación, los cuales han sido el foco de atención este último mes, el IPC *headline* de febrero sorprendió al alza acelerándose a 3.2% en doce meses, mientras que la medida subyacente se cae menos de lo esperado hasta 3.8% interanual, de manera que la inflación supera las expectativas. Estas sorpresas inflacionarias son explicadas principalmente por la persistencia del sector de servicios, en donde el componente de vivienda contribuye en gran medida a las alzas mensuales, razón también por la que PCE -en donde el componente de vivienda tiene una menor ponderación- cae a 2.4% en enero, en línea con las expectativas. Durante febrero observamos aumentos a lo largo de la curva explicados principalmente por la corrección de expectativas del mercado y las sorpresas inflacionarias, posteriormente con el inicio de marzo las tasas se ajustaron a la baja tras los datos en línea de la inflación PCE y los comentarios más *dovish* de algunos miembros del Fed, y finalmente esta semana con la nueva sorpresa en el CPI las tasas vuelven a subir. De esta manera, la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanza 4.18%, mientras que la de tasa de 2 años llega a 4.61%, profundizando la inversión de la curva. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se ha mantenido estable y registra un nivel de 101 pts., niveles históricamente elevados, pero moderándose con respecto a los niveles de 2023. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, aumentan este último mes y alcanzan 2.79% y 2.30%, respectivamente. Dicho movimiento se dio principalmente en los *breakevens* de menor duración incorporando las sorpresas inflacionarias de enero y febrero y la expectativa de una inflación que cede más lento en el corto plazo. Sin embargo, los *breakevens* de mayor duración no experimentaron grandes movimientos, de manera que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). Es así que, a pesar de las caídas de tasas los últimos días y que el mercado ya se encuentra más alineado con el Fed, en el corto plazo observamos espacio para una corrección al alza en las tasas considerando el aumento de los riesgos inflacionarios y la publicación del *dot-plot* de marzo en la próxima reunión del Fed, en donde consideramos probable un cambio en las expectativas de política monetaria del comité hacía un ciclo de recortes menos agresivo. En un horizonte de tiempo más largo, a pesar de que este año comenzarían los recortes, se mantiene la incertidumbre con respecto a la

política fiscal estadounidense y los riesgos de largo plazo que implica. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración, junto con una posición neutral en *treasuries* de todas las duraciones y TIPS, tomando utilidad del UW táctico en *treasuries* de 10 años al observar menor dispersión entre las expectativas.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

En cuanto a la deuda desarrollada, el último mes observamos dos tendencias que impulsaron al alza las tasas de los países desarrollados. La primera fueron las sorpresas inflacionarias de los datos de enero que pusieron en duda la trayectoria del proceso des inflacionario, mostrando una inflación más persistente sobre todo en el componente de servicios. La segunda tendencia, relacionada con la primera, fue el ajuste a la baja de las expectativas de recortes de tasas por parte del mercado, alineándose al mensaje *hawkish* de los bancos centrales desarrollados y a la perspectiva de una inflación que cede más lento. Es así que, durante gran parte de febrero las tasas se ajustaron al alza con el mercado moderando sus expectativas de recortes y de caídas en el nivel de precios, sin embargo, con la llegada de marzo las tasas vuelven a caer con nuevos datos de inflación más neutrales y comentarios más *dovish* de algunos miembros del Fed. En cuanto a política monetaria observamos cómo el Banco de la Reserva Federal, junto con el Banco Central Europeo vuelven alinear sus mensajes resaltando su enfoque de data dependencia y mencionando que requieren más confianza en que la inflación se dirige hacia la meta del 2% antes de iniciar con el ciclo de recortes de tasas, pero reconociendo en cierto modo que los recortes comenzarían este año. Por el lado del escenario económico, ambas economías continúan presentando grandes divergencias, en EE.UU.: el mercado laboral se mantiene fuerte y el consumo aun muestra señales de resiliencia frente al ajuste monetario. Por su parte en Europa, el mercado laboral comienza a mostrar señales de debilidad ante el ajuste monetario y la actividad económica continúa deteriorándose. Sin embargo, a pesar de estas divergencias en algunos indicadores, ambas economías enfrentan problemas similares cuando se trata de inflación, y es que esta “última milla” de la inflación hacia la meta parecería tomar más tiempo del previamente estimado, de manera que el mercado alinea sus expectativas para ambos bancos centrales y espera un inicio del ciclo de recortes en las reuniones de junio/julio. En cuanto a *Investment Grade*, tras un mal mes de febrero en donde las tasas subieron y los spreads de la clase de activo se expandieron, con el inicio de marzo las tasas vuelven a caer impulsando los retornos de los productos de mayor duración. Por su parte, a pesar de que la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, la consolidación del escenario de *soft landing* de economía norteamericana como escenario base ha llevado a los *spreads* a niveles poco atractivos, mientras que la creciente preocupación por los últimos datos inflacionarios presiona las tasas al alza y le resta atractivo a la duración de la clase de activo en el mediano y corto plazo. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

Por el lado de *high yield*, la clase activo continúa mostrando resiliencia a los movimientos de tasas y durante febrero tuvo un *outperformance* con respecto al resto de la deuda desarrollada, debido a la menor duración de la clase de activo y a los niveles de *spread* que se mantienen bajos. De esta manera *high yield*, continúa viéndose favorecido por una mejora en las perspectivas económicas de EE.UU., y es que este último mes, el escenario de *soft landing* se consolida como el escenario base. Por otro lado, la clase de activo continúa ofreciendo un nivel de *yield* relativamente alto de 7.7% a costo de una menor calidad, sin embargo, de momento la fortaleza del mercado laboral que se mantiene en niveles de pleno empleo y un crecimiento económico por sobre las expectativas han contribuido a mantener los *spreads* comprimidos. Dado lo anterior, a pesar de la excelente protección que ha sido la clase de activo frente a los movimientos de tasas, con el escenario de *soft landing* ya incorporado por el mercado, consideramos que hay poco espacio para mayores compresiones de *spreads* restándole atractivo a la clase de activo en un entorno en que aún se mantienen presentes los riesgos geopolíticos. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral en *Global HY*.**

DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el neutral en bonos soberanos IG, mientras que se modera el UW en bonos soberanos HY y los OW en bonos corporativos HY e IG. Se mantiene el neutral en *local markets*

Con respecto a la deuda emergente, la clase de activo continúa con un *outperformance* relativo a la deuda desarrollada y en febrero la renta fija de países emergentes acumuló un desempeño positivo, en un mes en que las tasas de los países desarrollados subieron. Este mejor rendimiento fue impulsado principalmente por el desacople de las tasas locales con las tasas de los *treasuries*, en donde múltiples bancos centrales emergentes continúan con un ciclo de recortes de tasas de política monetaria, mientras que los países desarrollados retrasan el inicio del ciclo. Otro factor relevante fue la recuperación de China en los últimos meses; a pesar de que las medidas del gobierno aún no logran reactivar la economía de manera significativa, la mejora en el escenario general y las alzas en el mercado accionario han impulsado la recuperación de los *commodities* beneficiando a países emergentes. Bajo el contexto anterior, mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante las caídas en tasas, disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose. Respecto a la deuda soberana emergente, durante febrero la clase de activo tuvo un buen desempeño por sobre el de la deuda corporativa, dicho *outperformance* es explicado principalmente por grandes compresiones de *spread* en el segmento *High Yield*, junto con el desacople de la renta fija emergente respecto a las caídas de la deuda desarrollada. Sin embargo, a pesar del alto *yield* y valorizaciones más atractivas en términos de *spread*, la elevada duración y la menor calidad crediticia de la clase de activo nos lleva a mantener cautela considerando los niveles de incertidumbre geopolítica, manteniendo preferencia por otras opciones que implican menos riesgo. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene preferencia tanto por *High Yield* como por *Investment Grade*, especialmente en Latinoamérica dada la menor exposición de la región a conflictos geopolíticos, la buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales en un ciclo de ajuste monetario expansivo.

Por el lado *High Yield*, se mantiene como la clase de activo de renta fija de mejor desempeño en lo que va en el año, tanto para deuda emergente como para desarrollada. La clase de activo continúa ofreciendo un *yield* elevado de 8.7% por sobre el mundo desarrollado incorporando un mayor riesgo de crédito, sin embargo, los riesgos se mantienen acotados con las expectativas de default este 2024 se encuentran en 4%, bastante menor al 8.7% de 2023. En cuanto a los *spreads*, si bien parecen bajos con respecto su promedio histórico, estos se alinean a los movimientos globales y a la mejora de perspectivas del escenario económico mundial, y es así que tras una corrección los primeros días de marzo tienen espacio para mantener los niveles actuales. Por su parte *Investment Grade*, se mantiene como una opción atractiva desde una perspectiva de riesgo-retorno, ofreciendo un *yield* de 5.6%, una mayor protección a eventos de riesgos dada su mayor calidad crediticia y una mayor duración que beneficiaría a la clase de activo a medida que los bancos centrales emergentes continúan con el ciclo de recortes de tasas y los desarrollados se acercan a su inicio. Respecto a *local markets*, en febrero el dólar vuelve a recuperar terreno impulsado por el ajuste de los mercados a la expectativa de un ciclo de recortes de tasas menos agresivo y más tardío a lo previamente estimado. Es así que, la moneda norteamericana se apreció un 0.9% (DXY) durante febrero, mientras que el resto de las monedas tanto de economías desarrolladas como emergentes perdieron valor a lo largo del mes. Sin embargo, con este último ajuste las expectativas del mercado se encuentran bastante más alineadas al Fed, lo que le daría espacio a las monedas emergentes para apreciarse como observamos en los primeros días de marzo. No obstante, esta tendencia podría terminar con la reunión del Fed de marzo si la entidad monetaria proyecta un camino más *hawkish* para su política monetaria. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos IG, mientras que se modera el UW en bonos soberanos HY y los OW en bonos corporativos HY e IG. Se mantiene el neutral en *local markets*.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | MARZO 2024

Monedas	Bench.	Febrero	Marzo	OW/UW		Cambio
USD	55.1%	59.6%	56.3%	OW	1.2%	-3.3%
EUR	7.4%	5.2%	5.8%	UW	-1.7%	0.6%
GBP	1.5%	1.1%	1.2%	UW	-0.3%	0.1%
JPY	2.5%	2.9%	2.5%	N		-0.5%
GEMs	33.6%	31.2%	34.3%	OW	0.7%	3.1%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS TAACO GLOBAL | FEBRERO 2024

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	45%	-5%	4.2%	2.1%	1.9%	-12.0	0.8
Renta Fija	50%	45%	-5%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	12.0	0.0
Caja	0%	10%	10%	0.4%	0.0%	0.0%	-13.6	
Oro	0%	0%	0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.78%	1.65%	-13.6	0.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-12.7
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	1.9%	0.26%	0.22%	4.5	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	0.2%	0.00%	0.00%	5.1	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	0.0%	0.00%	0.00%	2.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	7.1%	1.12%	1.12%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	3.2%	0.45%	0.45%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	5.3%	0.19%	0.19%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	3.0%	0.15%	0.19%	-1.9	
Desarrollados	56.0%	53.8%	-2.2%	3.9%	2.17%	2.18%	9.7	
LatAm	4.1%	7.1%	3.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	-13.0	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	8.4%	1.07%	1.07%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	4.6%	0.73%	0.77%	0.5	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	2.8%	0.11%	0.11%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	5.1%	-1.8%	1.6%	0.11%	0.08%	4.7	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	4.6%	2.01%	2.02%	-7.9	
Equities					4.18%	4.19%	1.9	
Treasuries 5Y	6.0%	6.7%	0.7%	-1.4%	-0.09%	-0.10%	-0.6	
Treasuries 10Y	11.5%	10.0%	-1.5%	-2.1%	-0.24%	-0.21%	2.2	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-2.2%	-0.14%	-0.14%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	-1.1%	-0.03%	-0.03%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	-1.3%	-0.35%	-0.35%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
Deuda Desarrollados	57.7%	56.9%	-0.8%	-1.5%	-0.84%	-0.82%	1.6	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-0.6%	-0.03%	-0.03%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	2.5%	0.14%	0.10%	-4.7	
EM Corporate IG	3.6%	5.0%	1.4%	0.0%	0.00%	0.00%	0.9	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	1.8%	0.09%	0.11%	2.2	
EM Local Markets	23.2%	23.2%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	43.1%	0.8%	0.5%	0.21%	0.19%	-1.6	
Fixed Income					-0.62%	-0.62%	0.0	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 29 de febrero de 2024

En febrero se mantuvo la asignación a acciones y bonos en *underweight*, con 10% de asignación a caja. Al cierre de mes la cartera TAACo Global tiene una ganancia de 1.7%, 13 pbs. bajo el *benchmark*, principalmente por la posición corta en acciones y larga en caja.

Durante febrero continuó el rally de acciones. A nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** generó pérdidas principalmente por la posición larga en caja y corta en acciones; (ii) la **selección de instrumentos** fue positiva en el margen: generó ganancias la posición corta Europa y EMEA, pero fueron restadas por pérdidas en el OW de LatAm. En bonos nos benefició la posición corta en *treasuries* de 10 años y el larga en CEMBI IG y HY. Nos perjudicó EMBI HY.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.6%	4.7%	0.7%	10.3%	0.1%	3.8%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	1.8%	4.9%	0.7%	10.7%	-1.3%	3.0%	2.9%	3.7%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-13	-14	-0	-41	140	77	74	131	
Acciones	4.2%	7.2%	2.6%	15.8%	1.2%	5.7%	4.8%	3.8%	15.2%
Benchmark	4.2%	7.1%	2.6%	15.9%	1.0%	5.7%	4.6%	3.3%	15.1%
Europe ex UK	1.9%	7.3%	2.1%	12.2%	3.4%	6.0%	2.4%	3.0%	20.0%
Europe Small Cap ex UK	0.2%	5.1%	-2.5%	0.7%	-3.5%	4.4%	3.2%	6.9%	23.9%
UK	0.0%	3.1%	-1.3%	5.3%	7.1%	4.3%	2.2%	4.2%	19.5%
US Large Cap Growth	7.1%	14.1%	10.2%	50.8%	12.3%	19.7%	16.2%	--	21.5%
US Large Cap Value	3.2%	9.4%	4.2%	13.4%	9.2%	8.5%	8.2%	--	16.7%
US Small Caps	5.3%	13.2%	1.7%	10.5%	2.1%	8.5%	8.2%	9.1%	23.7%
Japan	3.0%	12.3%	7.7%	24.3%	0.9%	5.1%	4.2%	2.1%	15.8%
Desarrollados	4.2%	10.7%	5.5%	25.0%	8.6%	11.7%	9.1%	6.8%	19.2%
LatAm	-0.2%	2.9%	-5.0%	21.5%	11.7%	2.5%	2.4%	8.1%	30.8%
LatAm Small Cap	0.0%	2.2%	-5.8%	19.8%	2.6%	-0.8%	-1.8%	6.3%	33.6%
China	8.4%	-5.4%	-3.1%	-14.1%	-20.9%	-6.1%	1.0%	6.6%	26.8%
EM Asia ex China	4.6%	8.7%	2.1%	21.5%	1.5%	9.1%	6.9%	--	20.2%
EM Asia Small Cap	2.8%	4.7%	0.6%	20.4%	3.2%	9.4%	6.2%	9.2%	19.9%
EM Europe and Middle East	1.6%	5.3%	0.5%	7.6%	-6.7%	-4.7%	-4.3%	2.3%	20.3%
Emergentes	4.8%	3.8%	-0.1%	6.1%	-6.5%	1.8%	3.1%	7.6%	19.2%
Renta fija	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.4%	-3.3%	0.4%	1.2%	4.1%	6.5%
Benchmark	-0.6%	2.6%	-1.2%	5.5%	-3.7%	0.0%	0.8%	3.5%	6.5%
Treasuries 5Y	-1.4%	1.1%	-1.2%	3.0%	-2.9%	0.3%	0.8%	3.1%	4.8%
Treasuries 10Y	-2.1%	1.7%	-2.2%	0.7%	-5.2%	-0.5%	0.7%	3.3%	8.4%
Treasuries 30Y	-2.2%	3.5%	-4.4%	-4.5%	-11.3%	-3.1%	0.6%	4.1%	17.4%
US Tips	-1.1%	1.8%	-0.9%	2.5%	-0.9%	2.7%	2.1%	4.3%	6.2%
Global Corporate IG	-1.3%	2.3%	-1.9%	6.8%	-3.8%	0.9%	1.3%	4.3%	9.0%
Global Corporate HY	0.3%	4.1%	0.3%	11.2%	0.2%	3.3%	3.4%	6.8%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	-1.4%	2.3%	-2.0%	4.2%	-4.5%	-0.2%			
EM Sovereign IG	-0.6%	2.7%	-2.0%	4.5%	-4.0%	0.6%	2.4%	5.7%	9.8%
EM Sovereign HY	2.5%	6.6%	1.6%	15.7%	0.8%	0.9%	2.9%	7.4%	14.5%
EM Corporate IG	0.0%	3.1%	0.2%	6.5%	-2.3%	1.6%	2.6%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.8%	6.2%	3.3%	8.3%	-2.2%	1.9%	4.0%	--	10.8%
EM Local Markets	0.1%	1.5%	-0.8%	5.9%	-1.2%	0.7%	0.4%	--	10.0%
Deuda Emergentes [1]	0.4%	2.9%	-0.1%	6.8%	-1.9%	0.9%			
Caja	0.4%	1.3%	0.9%	5.3%	2.5%	2.0%	1.3%	1.5%	0.6%
Oro	-0.3%	0.6%	-1.5%	12.2%	5.5%	9.2%	4.4%	9.4%	14.4%

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.