

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Feb	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio **	
TAACo	0.6%	0.7%	2.5%	7.7%	2.9%	4.7%	4.1%	5.1%	10.4%
Benchmark	0.7%	0.9%	2.7%	8.3%	2.4%	3.9%	3.5%	3.9%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-17	-23	-16	-64	53	78	59	123	
Acciones	-0.3%	0.7%	2.6%	10.5%	4.5%	8.1%	5.3%	4.0%	15.2%
Benchmark	-0.1%	1.0%	2.8%	11.1%	4.7%	8.1%	5.2%	3.6%	15.1%
Renta Fija	1.6%	0.8%	2.4%	5.5%	0.4%	-0.1%	1.8%	4.2%	6.5%
Benchmark	1.6%	0.8%	2.5%	5.5%	0.0%	-0.5%	1.5%	3.6%	6.5%
Caja	0.3%	1.1%	0.7%	5.1%	4.2%	2.6%	1.8%	1.6%	0.7%
Oro	0.8%	6.9%	8.6%	38.4%	14.1%	12.0%	8.8%	10.5%	14.4%

Resultados al 28 de febrero de 2025

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Trump landing<sup>1</sup>

En febrero llegó la volatilidad que estábamos esperando, respondiendo a la política estadounidense, y algunos datos económicos que decepcionaron al mercado y lo llevaron a sobre reaccionar. En este sentido, el S&P 500 cerró febrero con una caída de 1.4%, y acumula otra baja de 6.4% en lo corrido de marzo (hasta el 11 de marzo). La debilidad del mercado accionario estadounidense se coordinó con una caída del dólar DXY de 0.7%, que sigue a la baja en lo que va de este mes.

Si bien hubo ciertas razones que gatillaron estas correcciones, posiblemente una de las que más contribuyó fue lo saturado que está el mercado de acciones estadounidenses y dólar. Era de esperar que ante un escenario de mayor percepción de riesgo los inversionistas optaran por reducir su posición en estos activos, mientras que otros que tenían menor presencia en los portafolios globales lograron evitar parcialmente esta corrección.

Algunos datos que llevaron a las acciones estadounidenses a exhibir caídas *intraday* fueron encuestas de expectativas, como el caso del PMI de servicios preliminar que pasó a terreno contractivo (pero luego se revirtió) y la confianza del consumidor pasó a marcar bajo 100 pts. en febrero, lo que sugiere debilidad. De esta manera, observamos una especie de hipersensibilidad del mercado a datos que históricamente no influyen tan significativamente en las tendencias accionarias. En este sentido, creemos que la desaceleración que sufrirá la economía estadounidense no será abrupta, pero el escenario de no landing que se estaba consolidando los meses anteriores ahora es menos probable.

## Índice

Trump-landing.....	1
Asignación de Activos	
Marzo 2025 .....	4
Resultados TAACo Global	
Febrero 2025 .....	22
Despeño Histórico .....	23

Mercados sobre reaccionan a datos económicos y política

Inversionistas se deshacen de mayores posiciones en portafolios: acciones EE.UU. y dólar

El escenario de no landing se hace menos probable

<sup>1</sup> “Aterrizaje a lo Trump”

Lo anterior también se condice con el último dato de creación de empleo, que mostró una creación de 151 mil puestos de trabajo en febrero, resiliente pero desacelerándose.

En cuanto a la inflación, el dato de enero mostró una aceleración hasta 3% anual, asociado a la estacionalidad propia del primer mes del año, mientras que el de febrero cedió hasta 2.8%. El dato de marzo podría volver a acelerarse, aunque aquello no implica presiones persistentes sobre los precios ni el inicio de un nuevo ciclo inflacionario. Los precios de vivienda, que influyen con rezago en el registro inflacionario, muestran una tendencia clara a la baja, y por ende aún presiona al dato de la inflación, pero anticipa una trayectoria saludable hacia adelante.

Inflación podría mantenerse volátil, pero se mantendría trayectoria saludable hacia adelante

Más allá de este dato en particular, el mayor nerviosismo que inunda los mercados llevó a las tasas de interés a caer y al mercado a anticipar más recortes por parte del Fed este año. Estos movimientos bruscos impulsaron el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del Tesoro-, por encima de los 100 puntos a inicios de marzo. A mediados de este mes tendremos reunión de política monetaria en EE.UU., que incluirá el documento de proyecciones y el conocido *dotplot*, que nos da a conocer lo que ven los miembros del FOMC para los próximos años.

Los bonos también exhibieron mayor volatilidad

Por otro lado, los datos económicos del primer trimestre podrían traer malas noticias - aunque de manera transitoria- por un mundo que intenta adaptarse a este nuevo orden global que está imponiendo Donald Trump. Es así como algunos sectores en particular adelantaron importaciones ante el miedo de eventuales aranceles, lo que resta al crecimiento económico. A su vez, los recortes de gastos de parte del Departamento de Eficiencia del Gobierno (DOGE) pueden añadir ruidos económicos, que se pueden exacerbar si es que esto se traduce en despidos significativos de empleados públicos.

Datos económicos del primer trimestre también podrían decepcionar, por un mundo que se adapta a D. Trump

Este nuevo orden también se ha caracterizado por cambiar la política como la conocíamos. Estábamos acostumbrados a declaraciones presidenciales que antes de hacerse públicas superaban filtros y largas negociaciones bilaterales, mientras que el mandatario estadounidense ha transformado sus redes sociales en su principal medio de comunicación. A pesar de esto, se mantiene el pragmatismo en la administración del país más grande del mundo, en tanto las amenazas arancelarias muchas veces responden a estrategias negociadoras, como es el caso de los aranceles recíprocos. Además, dada la composición del equipo gubernamental, es de esperar que predominen las preocupaciones por la economía, inflación y el desempeño del mercado accionario.

A pesar de nuevo orden político impuesto por Trump, se mantiene el pragmatismo

Por otro lado, eventos en otros países han impulsado el desempeño de sus mercados bursátiles. Uno de ellos fueron las elecciones anticipadas en Alemania que consolidaron el triunfo de la centroderecha, donde el posible futuro canciller Friedrich Merz anunció un mayor gasto en defensa, con lo que pretende levantar el “freno de la deuda”, que debe ser aprobado con 2/3 del parlamento. De cara a estas elecciones también aumentaba la

Mayor impulso fiscal fuera de EE.UU. impulsa otros mercados

probabilidad de un cese al fuego en el conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que dio un soporte adicional a las acciones europeas.

En el caso de China, el impulso a las acciones del sector tecnológico que gatilló DeepSeek se ha seguido profundizando. A su vez, las conclusiones preliminares de la Asamblea Popular Nacional de marzo confirman la intensificación del impulso fiscal, con un foco en el consumo, que es uno de los componentes que no permite que la economía china despegue.

En este escenario, hemos adoptado una postura más cautelosa en el portafolio, neutralizando la sobreexposición en acciones. Se mantiene la preferencia por mercados emergentes dentro del portafolio accionario, con un *overweight* en América Latina. En renta fija se mantiene la subexposición y tras el buen desempeño de los bonos, optamos por continuar con una baja duración y se opta por neutralizar la subexposición en TIPS, con datos de inflación que podrían mantenerse persistentes en los próximos meses. Como medida de protección ante la mayor volatilidad, aumentamos la posición en caja.

Continúa *outperformance* de sector tecnológico chino

Mayor cautela: se neutraliza acciones desde *OW*, *UW* bonos y aumenta posición en caja

## Asignación de Activos | Marzo 2025

TAACo Global	Bench.	Feb	Mar	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	52%	50%	N	-2.0%	-	Neutral acciones, UW bonos y OW caja	
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%			
Caja		2%	4%	OW	4%	2.0%	+	EE.UU.: OW Value, neutral Growth y Small Cap
Oro				N				
<b>Total Cartera</b>								
Europe ex UK	14.0%	12.0%	13.0%	UW	-1.0%	1.0%	+	Disminuye UW Europa Large Cap y neutral Small Cap
Europe Small Cap ex UK	1.0%		1.0%	N		1.0%	+	
UK	3.0%	2.0%	2.0%	UW	-1.0%			
US Large Cap Growth	17.0%	18.0%	17.0%	N		-1.0%	-	UW Reino Unido
US Large Cap Value	15.0%	16.0%	16.0%	OW	1.0%			
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N				Neutral Japón desde OW
Japan	5.0%	6.0%	5.0%	N		-1.0%	-	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.0%</b>			OW LatAm
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%			
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	1.0%	N				Neutral China y Asia EM ex. China
China	10.0%	10.0%	10.0%	N				
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N				
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N				
<b>Mercados emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>OW</b>	<b>1.0%</b>			
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					En renta fija: UW duración
Treasuries 2Y	5.9%	7.0%	7.0%	OW	1.1%			
Treasuries 10Y	12.4%	12.4%	11.4%	UW	-1.0%	-1.0%	-	US treasuries: OW 2 años y UW 10 y 30 años
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	6.5%	UW	-0.7%			
US Tips	2.8%	1.3%	2.8%	N		1.5%	+	Se neutraliza UW TIPS
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N				
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N				Neutral Global Corporate IG y HY
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.5%</b>	<b>UW</b>	<b>-0.6%</b>	0.5%	+	
EMBI	10.8%	10.4%	10.4%	UW	-0.4%			
EM Corporate IG	3.3%	3.3%	3.3%	N				RF emergente: UW EMBI, neutral CEMBI IG y local markets, se reduce OW CEMBI HY
EM Corporate HY	4.8%	6.3%	5.8%	OW	1.0%	-0.5%	-	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	21.0%	N				
<b>Deuda emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.0%</b>	<b>40.5%</b>	<b>OW</b>	<b>0.6%</b>	-0.5%	-	
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se decide reducir el UW en Large Cap y neutralizar el UW Small Cap

Durante febrero, las acciones europeas extendieron las ganancias de enero y nuevamente mostraron un *outperformance* con respecto al resto de los mercados desarrollados y acumularon una rentabilidad de USD 3.1% en el mes. El buen desempeño de la región fue impulsado por el aumento de la probabilidad de un fin de la guerra entre Rusia y Ucrania y por resultado de las elecciones alemanas, en donde, el retorno de la centroderecha al gobierno significa un giro radical en cuanto a la política fiscal alemana y crecimiento. Sin embargo, a pesar de las noticias positivas para la Zona Euro, el panorama hacia adelante permanece desafiante, y si bien el aumento en gasto podría darle soporte al crecimiento, las

políticas arancelarias de Trump podrían frenar la recuperación la economía europea sobre todo a medida que nos acercamos a abril y las tensiones aumentan cuando muchos de los aranceles anunciados entrarían en vigencia.

En el ámbito político, la Eurozona ha experimentado cambios clave en las últimas semanas. En Alemania, la victoria de Friedrich Merz en las elecciones de febrero marcó el retorno de la centroderecha al poder, impulsando un giro en la política fiscal con un plan de inversión en infraestructura de 500.000 millones de euros y la propuesta de eximir el gasto en defensa del freno de la deuda. Por otro lado, el acercamiento de Donald Trump a Vladimir Putin y su disposición a negociar un acuerdo de paz han presionado a los países europeos a tomar un rol más activo en el conflicto, intensificando su apoyo militar y financiero a Ucrania para evitar una resolución que desestabilice la seguridad regional. Es así que, se espera que el resto de Europa también realice un esfuerzo importante en cuanto a la inversión en defensa, mientras que los líderes europeos junto con el apoyo de Reino Unido trabajan en una propuesta de cese al fuego por 30 días. Por su parte, las tensiones comerciales con EE.UU. aumentan con la llegada de nuevos aranceles del 25% impuestos por EE.UU. sobre las importaciones de acero y aluminio, llevando a la Unión Europea a responder con contramedidas de hasta €26,000 millones en bienes estadounidenses y a reactivar aranceles suspendidos en abril, dejando abierta la puerta a negociaciones.

Por el lado económico, en febrero, la inflación se desaceleró menos de lo esperado a 2.4% anual, mientras que la medida subyacente llega a 2.6%. Si bien aún se espera que la inflación converja hacia el objetivo del 2% en la segunda mitad del año, la incertidumbre de las políticas de Trump y el incremento de los déficits fiscales a través de la Unión Europea para financiar el gasto en defensa, han llevado al Banco Central Europeo (BCE) a tomar una postura más *hawkish* con respecto a la política monetaria, anunciando mayor cautela en los próximos movimientos y abriendo la posibilidad a un ciclo de pausa. Es así que, tras este último recorte de 25 pbs. en la reunión de marzo y llevar la tasa de depósito a 2.5%, el mercado retrasa los dos recortes esperados para la segunda mitad del año, dándole soporte a la apreciación de la moneda en un entorno de menor fortaleza del dólar.

Los inversionistas se tornaron más positivos en la región, continuando con el *momentum* accionario y las acciones del Stoxx50 han subido 17% en lo corrido del año. Durante febrero el impulso adicional en el giro político en Alemania y los esfuerzos de mayor gasto de defensa, causaron la subida de USD 3.2% del índice alemán, que pesa ~ 27% del Stoxx50 y hasta el 11 de marzo se mantiene resiliente (USD +0.6% en lo corrido del mes).

Pese a la subida, las valorizaciones siguen atractivas en la razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) y dada la caída de los índices globales de los últimos días estas transan más holgadas que el mes previo, tanto *large* como *small caps*. Por el lado de los flujos, según EPFR, se observan entradas de flujos durante las últimas cuatro semanas a fondos e ETFs, lo que parece ser un cambio de perspectiva de la región y en línea la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza durante el último mes para este año, aunque este se mantiene bajo pares desarrollados.

Debido al conjunto de factores; *momentum* accionario, valorizaciones atractivas y retorno de flujos, pero la continuidad de incertidumbre política y posibles fricciones comerciales **se decide disminuir el *underweight* en acciones *Large Cap* y neutralizar las acciones *Small Cap* europeas.**

**REINO UNIDO: Se decide mantener *UW***

En línea con los mercados europeos, el Reino Unido también tuvo un mes de febrero positivo y el FTSE 100 subió un 2.7% USD durante el mes. Por su parte, el país se vio beneficiado por los eventos políticos de la región, en donde la posibilidad de una solución del conflicto entre Rusia y Ucrania impulsó a los mercados accionarios del país, mientras que a su vez, el Reino Unido ha evitado en cierta medida el ruido de las políticas arancelarias de Trump. Por otro lado, el recorte de tasas de 25 pbs. del Banco de Inglaterra junto con buenos resultados del sector corporativo le entregaron soporte al mercado británico.

Por el lado económico, Reino Unido continúa con su senda de recuperación económica y el PIB se aceleraría marginalmente desde el 0.9% que creció en 2024 a 1% que se proyecta para 2025. Por su parte, el mercado laboral en enero se mantuvo ajustado, y aunque la tasa de desempleo se mantiene en 4.4%, los salarios continúan con presiones al alza y se aceleran a 6% anual. En cuanto a la inflación, el registro de enero volvió a sorprender al alza y se aceleró a 3% anual, mientras que la medida subyacente alcanzó 3.7%, de manera que la convergencia de la inflación hacia la meta se mantiene lejana y no alcanzaría el 2% al menos hasta 2026.

A su vez, la sorpresa económica cae nuevamente y vuelve a terreno negativo tras un par de semanas positivas, mientras que el PMI de manufacturas continúa a la baja y registró 46.9 pts. en febrero, aún bajo la neutralidad. Por su parte, el PMI de servicios mejoró marginalmente en el mes y se mantiene en 51 pts.

En este entono de debilidad macroeconómica y renovadas presiones inflacionarias, el Banco de Inglaterra, tras recortar 25 pbs. en la reunión de enero, tomaría una breve pausa en marzo y continuaría con el ciclo de ajuste monetario en la reunión de mayo alineándose al tono más *hawkish* del BCE ante la elevada incertidumbre política global. Es así que, el mercado comienza a internalizar un ciclo de recortes levemente menos agresivo y espera entre 2 y 3 recortes adicionales en 2025. Por su parte, las tasas largas se acoplan a los movimientos del resto de Europa y la tasa del bono de 10 años aumentó a 4.72%, ante la moderación de expectativas de política monetaria e incertidumbre presente de la sostenibilidad fiscal.

En el plano político, en las últimas semanas, el Reino Unido ha sido protagonista de varios desarrollos políticos importantes. Keir Starmer, primer ministro del Reino Unido ha liderado conversaciones con el presidente francés, Emmanuel Macron, para coordinar el apoyo militar a Ucrania y respaldando una propuesta de alto el fuego de 30 días, destacando que la responsabilidad ahora recae en Rusia.

Pasando al mercado, Reino Unido pesa 3.2% dentro del índice ACWI. El *outperformance* de las acciones inglesas respecto a pares de desarrollados presiona las valorizaciones y estas transan cerca de su promedio histórico en la razón P/U  *fwd*. Sin embargo, las perspectivas corporativas no son optimistas y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja, hasta un 3.9% para este año, desde un 6.5% hace un mes.

En el contexto de debilidad económica, corporativa y valorizaciones ajustadas, **se decide mantener en *underweight* la exposición a acciones británicas.**

**ESTADOS UNIDOS: se neutraliza el OW en acciones *Large Cap Growth*, mientras que se mantiene el OW *Value*, junto con el neutral en *Small Caps***

En febrero, tras un movido primer mes del gobierno de Trump, los mercados norteamericanos sufrieron una fuerte corrección mostrando cierto agotamiento y rechazo a los mayores ruidos políticos y elevada volatilidad que trajo consigo las políticas arancelarias de la nueva administración. Es así que, las acciones acumularon caídas pronunciadas a lo largo del mes y el S&P500 finalizó febrero con una rentabilidad USD -1.4%, mientras que el Nasdaq cayó un USD 2.8%. Con la llegada de marzo se intensifican los ruidos políticos y se profundizan las caídas a medida que el mercado comienza a cuestionar el *excepcionalismo* norteamericano. A pesar de la desaceleración, el mercado aumentó las estimaciones de crecimiento PIB para 2025 en febrero de 2.2 a 2.3% (mediana BBG), de manera que el crecimiento esperado para este año se mantiene por sobre el tendencial y aun nos parece baja la posibilidad de una recesión en EE.UU. en el mediano plazo.

Por su parte, la actividad económica en EE.UU. este mes muestra señales de cierta desaceleración y las ventas minoristas de enero se contrajeron un 0.9% en enero, mientras que el consumo también sorprendió negativamente y el gasto personal mostró una contracción de 0.2% en el mismo mes. Las encuestas de expectativas también mostraron cierto deterioro en el mes; el PMI de servicios preliminar que pasó a terreno contractivo (pero luego se revirtió a 51 pts.) y la confianza del consumidor pasó a marcar bajo 100 pts. en febrero, exhibiendo algo de debilidad. No obstante, el sector manufacturero continúa mostrando fortaleza y el PMI de manufacturas mantiene la tendencia al alza y alcanza los 52.7 pts. En cuanto al mercado laboral, este continúa resiliente, pero desacelerándose y la creación de empleo de febrero sumó 151,000 puestos de trabajo a la economía mientras que el desempleo se aceleró a 4.1%.

En el plano político, la incertidumbre sigue siendo elevada en torno a la implementación de las políticas de Trump. Desde su regreso a la Casa Blanca, ha adoptado una postura más agresiva en materia comercial, imponiendo recientemente aranceles del 25% sobre el acero y el aluminio, lo que ha intensificado las tensiones con la Unión Europea y otros socios comerciales. Además, ha anunciado nuevas restricciones a las inversiones chinas en sectores tecnológicos y estratégicos, y ha continuado con su enfoque proteccionista, amenazando con aplicar aranceles adicionales a las importaciones de productos europeos y asiáticos. En el ámbito interno, la administración ha reactivado las negociaciones con México y Canadá para renegociar acuerdos de seguridad fronteriza y políticas migratorias, lo que también ha generado fricciones con los gobiernos de estos países. Aunque estas medidas podrían ser parte de una estrategia de negociación, los mercados se mantienen atentos a las posibles represalias y a los efectos en las cadenas de suministro globales. A nivel geopolítico, la retórica agresiva de Trump ha aumentado la volatilidad, mientras que sus recientes acercamientos a Rusia han impulsado a Europa a tomar un rol más activo en el conflicto.

En las últimas semanas, el déficit fiscal de EE.UU. ha generado preocupaciones adicionales, especialmente ante la posibilidad de un *shutdown* del gobierno provocado por la falta de acuerdo entre el Congreso y la Casa Blanca para financiar el gobierno. En medio de este contexto, el Departamento de Eficiencia de Gobierno (DOGE) ha intensificado sus esfuerzos para reducir el gasto público. Recientemente, el DOGE ha implementado medidas más agresivas, como la eliminación de programas federales redundantes y la consolidación de agencias para lograr ahorros, además de fomentar la automatización y la digitalización de procesos. Sin embargo, estos esfuerzos se ven limitados por la necesidad de financiar programas sociales crecientes, lo que mantiene la presión sobre el déficit fiscal.

Ante los recientes signos de desaceleración en la economía estadounidense y la incertidumbre generada por las políticas de Trump, el presidente del Banco de la Reserva Federal, Jerome Powell, envió un mensaje de cautela a los mercados el viernes 7 de marzo, declarando que la mayoría de las expectativas de inflación a largo plazo permanecen estables y

coherentes con la meta del 2%. A su vez Powell afirmó que la economía norteamericana continúa sólida y que de momento no necesitan hacer cambios en la política monetaria, mostrando así una mayor preocupación por el mandato inflacionario que por el de pleno empleo. De cara a la reunión de marzo, el mercado espera que la Fed mantenga su postura de espera, priorizando la evaluación de datos antes de considerar eventuales recortes en la segunda mitad del año.

La inflación de febrero sorprendió a la baja y se desaceleró a 2.8% anual revirtiendo en parte las presiones inflacionarias de enero. Similarmente, la medida subyacente cayó más de lo esperado a 3.1% en doce meses. En el mediano plazo, la inflación tendería a moderarse a mediada que los precios de las viviendas continúan desacelerándose. Sin embargo, en el corto plazo la trayectoria inflacionaria aún es incierta y las políticas de aranceles de Trump podrían generar presiones adicionales en los precios de los bienes. No obstante, ante los mayores riesgos de desaceleración, los registros inflacionarios pasan a un segundo plano y el mercado está preocupado por el aumento de las probabilidades de recesión en EE.UU., de manera, que ajusta al alza sus expectativas de recortes de tasas para 2025 y espera 3 recortes de 25 pbs. la segunda mitad del año. Por su parte, las tasas de interés reaccionaron a las perspectivas más recesivas y observamos un *bull flattener* en la curva de tasas con caídas más pronunciadas en la parte larga de la curva.

De esta forma, el mercado se mantiene hipersensible a noticias económicas, políticas y geopolíticas, lo que ha aumentado la volatilidad (VIX subió a 27.8% el 10 de marzo). Los rendimientos de los principales índices accionarios plasman esta sensibilidad e incluso el mercado casi no reaccionó al reporte corporativo de Nvidia; S&P500 cayó USD 9% y el Nasdaq retrocedió USD 13% entre el 19 de febrero y el 10 de marzo. Por su parte, las acciones *small caps* cayeron USD 5.2% en febrero. Hacia adelante, los inversionistas mantienen la cautela, aunque la tesis de rotación ha tomado mayor fuerza.

Pese a esta corrección, las valorizaciones de las acciones estadounidenses se mantienen elevadas. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa sobre promedio histórico, al igual que las valorizaciones de acciones tipo *growth* y *value*, pero más holgadas que semanas previas. En *small cap*, la P/U *fwd.* transa bajo su promedio histórico, pero afectado negativamente por el actual contexto más incierto y volátil, pese a la caída en las tasas de interés del mercado.

Por otro lado, según EFPR, las acciones norteamericanas, presentaron salidas de flujos de inversión a mediados de febrero, presionada por la salida de papeles del sector tecnológico. No obstante, esto se revierte y se observan entradas de flujos durante las últimas 3 semanas. Por el lado corporativo, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja para 2025 durante el último mes, influenciado por la política arancelaria de Trump, aunque, continúa sobre pares desarrollados.

**Debido al aumento de los ruidos políticos de corto plazo, pero observando cierta sobrereacción del mercado en cuanto a la desaceleración económica, se decide neutralizar la exposición a acciones estadounidenses tipo *growth*, observando una mayor vulnerabilidad a correcciones en este escenario de *risk off* dada sus elevadas valorizaciones. Sin embargo, se mantiene el *OW* en acciones estilo *value* ante la tesis de rotación y la resiliencia. Por su parte, se mantiene neutral la exposición a acciones *small cap*, principalmente por su sensibilidad a tasas más altas y mayor vulnerabilidad en escenarios de incertidumbre.**

**JAPÓN: Se decide neutralizar desde *overweight***



La volatilidad global, afectó el rendimiento de las acciones japonesas, pese a que no se han señalado como un objetivo de Trump. Durante febrero el índice Nikkei cayó USD 3.4%, registrando un *underperformance* respecto sus pares desarrollados y el yen se apreció 3% respecto al dólar.

Ya en marzo, las acciones continúan cayendo USD 1% hasta el 12 de marzo, al mismo tiempo que se conocerán datos claves para el futuro económico durante el mes. Se espera que las negociaciones salariales de este año finalicen en un aumento salarial más grande que el año pasado. Además, se conocerá el presupuesto y el nivel de flexibilidad que tendrá el gobierno para continuar con estímulos y apoyo fiscal.

Por el lado económico, los datos mejoran respecto al mes previo, con los PMIs mejorando en el margen, pero el de manufacturas continúa en terreno contractivo (bajo 50 pts.). Por el lado del comercio internacional, tanto las exportaciones como importaciones mejoran en enero, pero destaca el crecimiento de las importaciones (17% anual) que alcanza un máximo de 26 meses, en medio de un ciclo económico virtuoso de la economía japonesa.

En cuanto a la inflación, esta se aceleró a 4% anual en enero y continúa siendo presionada por el alza de precios del arroz y reducción de subsidios. Hasta el momento, en el contexto económico de Japón, el aumento de la inflación no es una preocupación y permitiría continuar con la normalización de la política monetaria, sin embargo, el mercado ha corregido al alza la proyección de inflación para el cierre de este año a 2.4%. Por su parte, el Banco Central se reunirá este mes y se espera que mantenga la tasa de referencia. El mercado ha cambiado las perspectivas de alzas para este año y sólo espera un alza en el segundo semestre del año.

En cuanto al mercado accionario, las acciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, tanto en términos absolutos como relativo a pares. Sin embargo, la entrada de flujos no se logra consolidar de manera consistente y según EPFR hace dos semanas se volvieron a observar entradas netas. Finalmente, la proyección de crecimiento de utilidades para 2025 se corrige al alza durante el último mes.

En el contexto de datos económicos que mejoran, valorizaciones atractivas, utilidades que se corrigen al alza, pero volatilidad en los flujos, pérdida de *momentum* y sensibilidad al contexto global, **se decide neutralizar las acciones japonesas desde overweight.**

#### **SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap, neutral China y Asia EM ex China**

Febrero llegó a confirmar la resiliencia de los mercados accionarios emergentes, en un contexto de mayor aversión al riesgo en el mercado. Esto, debido a que los portafolios globales estaban subexpuestos a estos activos, por lo que hasta ahora han estado parcialmente ajenos a la corrección de las acciones estadounidenses. El índice MSCI Emergentes logró rentar un 0.4% en el mes, apoyado por una depreciación del dólar. Dentro de la región, las acciones chinas lideraron el rendimiento, por un *outperformance* del sector tecnológico, y lograron contener caídas en otras regiones. A pesar de la mayor incertidumbre que han significado para algunas economías las medidas de Trump, estas han impactado más negativamente la trayectoria del mercado estadounidense.

#### **AMÉRICA LATINA: Se mantiene el OW en Large Cap**

En América Latina la situación ha sido sin duda volátil y algunos mercados perdieron su *momentum* durante la segunda mitad de febrero, mientras que otros lograron mantener la resiliencia que venían exhibiendo. México ha logrado evadir los aranceles hasta ahora, mostrando un ejemplar manejo en la negociación y evitando sanciones comerciales directas. Por el lado de Brasil, la abrupta caída en la aprobación de la gestión de Lula ha gatillado algunos dichos y cambios desafortunados de parte del gobierno, frenando el *momentum* accionario. Por el lado de los andinos, Chile mantiene sus fundamentos locales, mientras que Colombia ha continuado con un desempeño positivo. En Perú destaca la resiliencia económica y en Argentina hay claros catalizadores que podrían revertir estas caídas del mercado. **Así, se mantiene el OW en América Latina.**

En **Brasil**, el mercado perdió el *momentum* en febrero, con el Bovespa cayendo 3.5% (en USD) en dicho mes. En lo corrido de marzo, el mercado accionario aguanta y el real se sigue fortaleciendo, de la mano de un dólar que se debilita. El escenario macro para Brasil se vuelve más incierto, en tanto los datos exhiben algo de debilidad y el PIB del cuarto trimestre decepcionó, con un 2024 cerrando con un crecimiento económico de 3.4%. De lo contrario, los indicadores líderes PMI de febrero se aceleran y se ubican ambos en terreno expansivo; en 53 pts. el de manufacturas y 50.6 pts. el de servicios. A nivel de inflación, el dato de febrero se aceleró hasta 5.1% anual, en línea con lo que esperaba el mercado y el crecimiento de los precios a nivel mensual fue el mayor desde marzo de 2022 (1.3%). La inflación de alimentos fue 7.0% en doce meses, probablemente uno de los principales detractores de la popularidad de Lula. Sin embargo, las proyecciones para este año se siguen acelerando y según la encuesta Focus del Banco Central se espera que la inflación alcance un 5.7% anual al cierre de 2025. De lo contrario, las proyecciones de los años 2026 y 2027 se estancaron en 4.4% y 4.0% en doce meses respectivamente, lo que podría sugerir perspectivas de inflación menos desancladas. En este contexto, la misma encuesta sigue apuntando que la tasa Selic terminará el año en 15.00%, desde el 13.25% actual. No obstante, algunos agentes del mercado ya comienzan a esperar un ajuste menos agresivo, con un alza de 100 pbs. en la reunión de marzo que está completamente internalizada. Así, si la actividad sigue mostrando señales de debilidad, limitaría la presión sobre los precios y eventualmente la autoridad monetaria pausaría las alzas. Estos acontecimientos serían catalizadores positivos para el mercado accionario brasileño. A nivel del mercado, las valorizaciones siguen atractivas y bajo sus promedios de 10 años, pero se observan salidas de flujos al mercado accionario. Lo anterior, tomando en cuenta que los inversionistas locales tienen solo en torno a 9% de sus portafolios asignado en acciones, nivel que no se observaba desde 2017. En lo que va de la temporada de reportes corporativos, las señales son mixtas; las sorpresas y el crecimiento son positivos para las ventas, pero negativo para las utilidades, sugiriendo una compresión de márgenes que puede haber estado influido por las altas tasas de interés y la inflación. La baja en la aprobación de Lula (24% según la última encuesta de Datafolha) también gatilló respuestas del gobierno, que declaró usaría dinero de un fondo social creado en 2010 para impulsar la economía. Así, el comité que administrará el fondo dispondrá del destino de USD 3.5 mil millones. Por otro lado, el mercado comienza a pensar en la carrera presidencial de 2026, y es que el gobernador de Sao Paulo, Tarcísio de Freitas, aceptó postularse si Bolsonaro así lo quiere. Si comienza a consolidarse un escenario en que él se transforme en el próximo presidente, le daría un impulso adicional al mercado. Por último, entraron en vigor los aranceles a las importaciones estadounidenses de acero y aluminio, lo que afecta marginalmente a Brasil que envió acero por USD 5.2 mil millones en 2024. Por ahora, y dado que China es el principal socio comercial de Brasil, el impacto económico de una escalada en la guerra comercial es acotado e indirecto. De esta manera, el rumbo del mercado brasileño aún no es claro, pero hay una serie de catalizadores que podrían despertar un mayor apetito de los inversionistas por Brasil. Así, a pesar de valorizaciones atractivas, se siguen observando presiones inflacionarias y salidas netas de flujos de inversión, por lo que se decide **mantener el posicionamiento neutral en acciones brasileñas.**

En **México** las acciones continuaron subiendo en febrero y el Mexbol rentó un 1.9% en dólares, apoyado en un peso mexicano que se apreció 0.6%, en línea con la caída del DXY (-0.7%). Todo lo anterior, en un escenario en que primó la amenaza de aranceles de parte de EE.UU. Entre las idas y venidas, el gobierno mexicano logró que se pospusiera la entrada en vigor de aranceles para el 2 de abril de los bienes y servicios amparados en el tratado de libre comercio con EE.UU. (USMCA), y la mandataria mexicana dio a entender que ya se habían salvado de ellos. En definitiva, Claudia Sheinbaum ha demostrado ser pragmática y ha logrado una negociación que favorece a la economía mexicana, lo que se ha plasmado en el rendimiento del mercado. De imponerse aranceles transversales a todas las exportaciones mexicanas con destino a EE.UU., la economía mexicana podría entrar en recesión. Sin embargo, esto no es nuestro escenario base y seguimos creyendo que en 2025 México sufrirá una desaceleración leve, en tanto las distintas encuestas e instituciones proyectan un crecimiento ~0.8% este año y los IMEF manufacturero y no manufacturero de febrero mejoran, pero se mantienen en terreno contractivo (47.0 y 49.5 pts. respectivamente). Por el lado de la inflación, en enero se aceleró marginalmente, pero en línea con lo esperado, hasta 3.8% (3.7% la subyacente). Destaca que tanto la inflación de mercancías como servicios cede. En este sentido, creemos que el Banxico recortará nuevamente en marzo 50 pbs., llevando la tasa de referencia a 9.00% y esta cerrará el año en 8.25%. Las valorizaciones del Mexbol continúan descontadas, transando casi 1 desviación estándar bajo el promedio de 5 años en la razón P/U  *fwd*. La temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre de 2024 ya culminó, con crecimiento tanto en ventas como utilidades, pero divergencia entre sectores. Para este año, CitiFactset proyecta que las utilidades del índice MSCI de México crecerán ~15%. En el último mes, vimos entradas de flujos al conjunto de ETFs mexicanos por ~2.7% del AUM, lo que da soporte a este *outperformance*. Si bien a inicios de marzo el mercado se queda atrás, todavía puede internalizar completamente que los aranceles serán principalmente una herramienta de negociación y no se les impondrán. Además, ~90% de las exportaciones mexicanas a EE.UU. están contenidas en el USMCA, por lo que la posibilidad de aranceles recíprocos es baja, y así lo ha declarado el gobierno. Si bien el panorama global para México mejora en el margen, los riesgos locales continúan. Uno de ellos son las elecciones judiciales del 1 de junio de este año, en las que se elegirán a más de 800 magistrados, a partir de una larga lista de candidatos que finalmente fueron elegidos por una tómbola. El Comité de Evaluación destinado para eso no dio abasto y quedaron seleccionados algunos candidatos que ya habían sido rechazados por el Comité. Por otro lado, en lo más reciente renunció el secretario de Hacienda Rogelio Ramírez de la O y será reemplazado por el subsecretario Edgar Amador. El secretario saliente tenía fama de ser el abanderado por la responsabilidad fiscal del gobierno de AMLO desde su entrada en 2021. El gran riesgo para la economía mexicana es una desaceleración pronunciada de la estadounidense, que tras los comentarios de Trump respecto de la necesidad de la actividad de pasar por una etapa de transición, es lo que el mercado parece estar internalizando. Sin embargo, este no es nuestro escenario base y la desaceleración sería saludable, y la alta dependencia de México con EE.UU. le permitirían al primero seguir creciendo. De esta manera, destaca el pragmatismo de la mandataria mexicana y la menor probabilidad de enfrentar aranceles transversales, lo que mejora el escenario, junto con un banco central que continuaría recortando tasas ante la desaceleración económica. Así, se decide mantener el **OW en acciones mexicanas**.

El peso **chileno** ha sido uno de los grandes ganadores en lo más reciente, y es que se ha apreciado un 6.7% en lo corrido del año, lo que se ha acentuado en lo que va de marzo. No solo la debilidad del dólar ha cooperado con este movimiento, sino que además las expectativas de un mayor diferencial de tasas (un Fed más *dovish* y un Banco Central de Chile más *hawkish*) y términos de intercambio favorables para Chile (petróleo -5.2% y cobre 20.4% YTD) han sido positivos para el desempeño del peso chileno. Así, el IPSA subió 3.9% (en USD) en febrero, sobre el desempeño de los principales mercados de la región. La economía chilena anotó en enero un crecimiento de 2.5% interanual, en línea con lo esperado y alimentando la mejora en las expectativas de crecimiento (2.2% 2025E según la última Encuesta de Expectativas

Económicas). Destaca que el Índice Mensual de Confianza Empresarial de febrero de este año pasó a terreno optimista por primera vez desde febrero de 2022, pero principalmente por los índices de minería y comercio, mientras que construcción e industria se mantienen pesimistas. La inflación de febrero anotó 4.7% anual, en línea con lo esperado, y se espera se mantenga en torno a estos niveles la primera mitad del año. Así, se estima que en la segunda mitad de 2025 el Banco Central de Chile recorte una vez la tasa de referencia (a 4.75%). Por el lado accionario, avanza la publicación de los reportes corporativos del cuarto trimestre de 2024 exhibiendo crecimiento tanto en ventas como en utilidades. De esta manera, se espera que el año pasado las utilidades hayan crecido ~20%, y las estimaciones apuntan a lo mismo para este año. Tras la resiliencia del mercado accionario las valorizaciones lucen algo más justas, pero el *dividend yield* para este y el próximo año serían del orden de 6%, lo que se compara positivamente con uno histórico ~3.5%. Con la llegada de marzo, aumentan las noticias políticas y el Congreso retoma sus actividades. Así, se conoció que la expresidenta Michelle Bachelet no participará de la campaña presidencial, mientras que la ministra del Interior Carolina Tohá renunció a su cargo para oficializar su candidatura. Las encuestas aún muestran bastante dispersión, pero la candidata de centroderecha sigue a la cabeza, lo que anticipa un giro político y da soporte al mercado accionario. **De esta manera, dado el *momentum* positivo de las acciones chilenas, junto con un escenario político favorable y fundamentos corporativos sólidos, se decide mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la crisis fiscal sigue siendo el principal desafío para el gobierno. En su más reciente revisión, la agencia calificadora Fitch redujo la perspectiva crediticia del país de estable a negativa, debido a la compleja situación de las finanzas públicas. Con esta modificación, todas las principales calificadoras mantienen una perspectiva negativa sobre Colombia. Ante este panorama, el gobierno ya evalúa el congelamiento de aproximadamente COP 24 billones adicionales al recorte implementado en enero, con el fin de ajustar el presupuesto de 2025. Por el lado macro, finalmente el crecimiento de 2024 fue de 1.7%, levemente por debajo de las expectativas de Hacienda y el Banco de la República, impulsado en su último trimestre por una fuerte demanda interna y una inversión que muestra signos de mejora. Por otro lado, el dato de inflación de febrero exhibe un estancamiento en el proceso desinflacionario, sorprendiendo levemente por sobre las expectativas y acelerándose a 5.3% anual, por un aumento en los precios de los servicios básicos. Para la reunión de política monetaria de finales de marzo, las expectativas de mercado se encuentran divididas entre mantener la tasa en 9.50% o un recorte de 25 pbs., en línea con este estancamiento de la inflación. El escenario político sigue generando ruido, luego de un nuevo remezón ministerial tras el controversial consejo de ministros que fue transmitido en directo, lo que evidenció un quiebre dentro del equipo de Petro y derivó en nombramientos polémicos. A pesar de este frágil escenario político, el mercado colombiano se instala como uno de los grandes ganadores en lo corrido del año, internalizando anticipadamente un vuelco político en las elecciones generales de 2026 hacia un gobierno promercado. El COLCAP ha reaccionado positivamente a las cuestionadas acciones del presidente, como el cruce diplomático con EE.UU. y la polémica reunión ministerial, alcanzando una rentabilidad cercana al COP 15% en lo corrido del año. Las valorizaciones se encuentran descontadas al transar bajo su promedio de diez años en la razón P/U  *fwd.*, mientras que en el último mes se observan entradas de flujos del 15% del AUM al principal ETF. De esta forma, con un incremento en los riesgos fiscales, un escenario político bastante frágil, pero con valorizaciones descontadas y un mercado bursátil con *momentum* positivo, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

La economía **peruana** creció 3.3% en 2024, sorprendiendo positivamente por sobre las expectativas. La reactivación de los sectores exportadores, gracias a las óptimas condiciones climáticas a diferencia de 2023, impulsaron el crecimiento, junto al aumento de la inversión pública y privada, lo que generó un aumento en la confianza empresarial. Por su parte, la inflación de febrero se mantiene dentro del rango meta y se desacelera hasta 1.5% anual. En línea con lo anterior, el

Banco Central de la Reserva mantuvo la tasa de referencia en 4.75% en febrero, y se espera que repita esta acción para la reunión de marzo. Para lo que resta de año, se proyectan entre uno y dos recortes adicionales, según la evolución de la inflación y sus determinantes. Contrario a este saludable escenario económico, el tema fiscal sigue preocupando al gobierno. Aunque se espera que este año se logre reducir el déficit fiscal (3.6% del PIB en 2024, se espera 2.5% en 2025), este se mantendría por sobre la meta (2.2%). El Consejo Fiscal alertó al Ministerio de Economía y Finanzas sobre sus preocupaciones por la sostenibilidad de la política fiscal del país, recomendado adoptar medidas concretas para revertir esta situación. El ambiente político se mantiene fraccionado y polarizado, a medida que nos acercamos a la fecha de convocatoria para las elecciones generales. La desaprobación tanto de la presidenta como del Congreso se encuentra bastante alta, aunque esto no sería un impedimento para que ambas partes puedan terminar sus respectivos periodos en sus cargos. El cronograma electoral se encuentra definido, pero aún no está del todo claro cómo se llevarán a cabo las elecciones legislativas, en donde para estas elecciones se vuelve a la bicameralidad. En cuanto a las valorizaciones, estas se mantienen atractivas, con una razón P/U  *fwd.* que sigue descontada al transar por debajo de su promedio de diez años. De esta forma, con un escenario económico bastante positivo, pero con preocupaciones fiscales que continúan latentes, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

**Argentina** ha tenido un inicio de año bastante movido, con un escenario económico que muestra señales de recuperación, pero con ruidos políticos que han impactado al mercado accionario. Por el lado macro, los datos económicos siguen dando soporte a las medidas implementadas por el gobierno, con una inflación mensual que alcanza su menor valor en cinco años (2.2% en enero) y una economía que se contrajo menos de lo esperado en 2024 (-1.8%). Si bien los principales datos económicos aún acompañan, los ruidos políticos han generado cierta incertidumbre que no se había observado en los meses anteriores. Luego del escándalo en el que se vio involucrado el presidente por la criptomoneda \$LIBRA, las primeras encuestas de imagen y aprobación han mostrado una mayor polarización de la opinión pública hacia Milei, manteniendo la visión positiva, pero aumentando la negativa. Esto es relevante para el gobierno de cara a las elecciones intermedias, debido a la baja participación del oficialismo en el Congreso. Es clave para el presidente mantener la aprobación alta con el fin de ganar escaños en ambas cámaras y poder implementar su plan de gobierno con las menores complicaciones posibles, por lo que el control de la inflación seguirá siendo una de las prioridades del gobierno. En línea con esto, las PASO (elecciones primarias) fueron suspendidas, por lo que habrá una única instancia electoral durante octubre, lo que puede beneficiar al oficialismo. Otro aspecto crucial en la coyuntura económica actual es la negociación con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para asegurar un segundo financiamiento, con el propósito de fortalecer las reservas internacionales y acercarlas a márgenes positivos. Este respaldo financiero, a su vez, resultaría fundamental para cumplir una de las principales promesas del gobierno para este año: la eliminación del CEPO cambiario. Sin embargo, la falta de oficialización del acuerdo ha generado una reacción negativa en el mercado, a pesar de que la administración insiste en su inminencia. Durante la primera parte del año, el Merval no solo reflejó incertidumbre ante la ausencia de avances en las negociaciones con el FMI, sino también frente a los anuncios de nuevos aranceles, ya que estas barreras comerciales podrían dificultar la inserción de Argentina en el comercio internacional. Estos últimos días el gobierno emitió un Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) que lo habilita a avanzar en el acuerdo sin necesidad de que este pase por el Congreso (a menos que ambas cámaras rechacen esta moción), lo que generó tensiones internas en los diferentes bloques políticos. Con todo esto, se observan salidas de flujos del principal ETF por 3% del AUM, tras varios meses registrando entradas, perdiendo el *momentum* accionario de 2024. Así, a pesar de la recuperación económica y de la inminencia del acuerdo con el FMI, los ruidos políticos han generado incertidumbre y se ha perdido el *momentum* accionario del año anterior, por lo que se decide **disminuir el OW en acciones argentinas.**

### **CHINA: Se decide mantener la posición neutral**

Durante febrero las acciones chinas fueron las grandes ganadoras no sólo de acciones emergentes, sino a nivel global, rentando USD ~12%, impulsado por el *momentum* del sector tecnológico, gatillado por DeepSeek, y un sentimiento más positivo hacia el gigante asiático a nivel internacional, en un contexto global presionado por la política arancelaria de Donald Trump.

Iniciando marzo, las autoridades se reunieron en la Asamblea Popular Nacional y el mercado internalizó de manera positiva las conclusiones. El primer ministro Li dio a conocer el primer día de la reunión cifras relevantes para el desarrollo de la economía durante 2025: (i) se mantiene el objetivo autoimpuesto de crecimiento económico de 5%, (ii) se aumenta el déficit fiscal permitido a 4% del PIB, (iii) disminuye el objetivo de inflación a 2% desde 3% y (iv) aumenta el límite de emisión de bonos gubernamentales *ultra-long* a CNY 1.3 tr. Además, destaca el compromiso verbal de impulsar el consumo interno, internalizándose como la principal prioridad del gobierno y se espera el anuncio de nuevos estímulos, en tanto las autoridades señalaron ser conscientes de los problemas y desafíos que enfrenta el país.

Por el lado de corporativo, pese al actual rendimiento de las acciones chinas, estas continúan luciendo atractivas respecto su promedio histórico en la razón P/U  *fwd*. Por otro lado, ~5% de las empresas del índice MSCI han publicado sus reportes corporativos del cuarto trimestre, destacando sorpresas positivas tanto en ventas como utilidades, entregándole otro impulso a las acciones. En este sentido resalta positivamente el resultado de Alibaba y el crecimiento de ingresos de su división de la nube. De esta manera, durante el último mes la proyección de utilidades para este año se ha corregido al alza y se observan entradas de flujos al principal ETF del país.

En cuanto a política exterior, Trump concretó la imposición de 20% de aranceles a todos los productos chinos enviados a EE.UU. Sin embargo, hasta el momento parece ser que el mercado no ha reaccionado de manera negativa y por el contrario se ha beneficiado de la respuesta moderada de las autoridades chinas. En la misma línea, el gobierno chino ha llamado a continuar con el desarrollo de la apertura comercial del país, profundizando las reformas y la construcción en infraestructura como puertos.

Por el lado económico, los índices PMIs de febrero mejoraron respecto el mes previo y continúan sobre terreno neutral (50 pts.). Por el lado monetario, la inflación cayó a terreno negativo luego de 13 meses cercana a 0 (-0.7% anual en febrero), aunque destaca la base de comparación más alta en febrero 2024, derivada de la celebración del año nuevo lunar, mientras que el Banco Central mantuvo el conjunto de tasas durante febrero y el mercado espera que la autoridad baje la tasa durante el segundo trimestre del año. Considerando el conjunto de factores; valorizaciones atractivas, flujos que vuelven, pragmatismo de las autoridades, pero volatilidad alta, vulnerabilidad al nuevo orden global y datos mixtos, **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas**, sin embargo, con perspectivas positivas en acciones H.

### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral**

Las economías de Asia EM ex China mantienen la volatilidad por la retórica de aranceles, donde Trump ha mencionado a los principales países de la región -India, Corea del Sur y Taiwán- en alusión a los aranceles recíprocos que se conocerán en abril, aumentando la incertidumbre. Sin embargo, las valorizaciones son atractivas en la región, aunque, los flujos son divergentes. De esta manera, se decide mantener una postura de cautela accionaria, dada la incertidumbre global y fundamentos locales.

Durante febrero las acciones **indias** continuaron con la pérdida de *momentum* y cayeron USD 8%, marcando el quinto mes consecutivo de caídas, mientras que la rupia se depreció 1% respecto al dólar. El 10 de marzo las acciones indias entraron en *bear market* (caída de 20% desde el último *peak* de septiembre pasado). Por el lado geopolítico, la reunión del 13 de febrero entre el primer ministro Modi y el presidente Donald Trump obstaculizó la percepción internacional de amistad entre ambos mandatarios, ya que Trump eligió esta instancia para anunciar los aranceles recíprocos y enfatizó cómo India ha obstruido el comercio de los productos estadounidenses, presionando el sentimiento de los inversionistas en India. Por el lado económico, los PMIs de manufacturas y servicios se mantienen en terreno expansivo durante febrero. Por otro lado, el Banco Central decidió iniciar con el ciclo de recortes, bajando la tasa en 25 pbs. hasta 6.25%, y aunque mantiene una postura neutral, algunos agentes del mercado esperan que la tasa se ubique en 5.5% a fin de año. Por su parte, la inflación de febrero se desaceleró a 3.6% anual y la autoridad espera que se mantenga cercana al 4% objetivo y proyectan un crecimiento económico de 6.7% para el año fiscal 25-26. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas respecto a su promedio histórico tanto de 5 como 10 años en la razón P/U  *fwd.*, aunque continúan las salidas netas de flujos desde el principal ETF durante el último mes (3% del AUM) y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja en el mismo periodo. En el contexto de pérdida de *momentum* accionario, salida de flujos, pero valorizaciones atractivas y solidez macro, **se decide mantener una posición neutral en acciones indias.**

En febrero el rumbo de las acciones **surcoreanas** se dividió en dos mitades; en la primera continuaron el *momentum* de enero y en la segunda retrocedieron presionadas por la corrección global y finalizaron el mes cayendo USD 1.0%, al mismo tiempo que el won se depreció 0.4% respecto al dólar. Durante marzo, el Tribunal Constitucional debe informar el fallo sobre del juicio político para destituir al presidente Yoon. En este sentido, según un sondeo, el 60% de los encuestados están a favor de la destitución de Yoon, mientras que, el mercado internaliza que será destituido y se espera que durante abril se lleven a cabo elecciones presidenciales. Por el lado económico, el indicador PMI de manufacturas se mantiene volátil y durante febrero cayó a 49.9 pts. luego de la mejora del mes previo, mientras que, que la producción industrial se contrajo 4.1% anual en enero, marcando un cambio abrupto desde la expansión de 4.4% anual del mes previo. Por su parte, la inflación alcanzó el objetivo del Banco Central del 2% en febrero, al mismo tiempo que, la autoridad monetaria bajó la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 2.75% y corrige a la baja la proyección de crecimiento económico para este 2025 a 1.5% desde 1.9%, presionada por la crisis política y su efecto negativo en la demanda interna. Por el lado del mercado, las acciones surcoreanas lucen atractivas respecto a su promedio histórico en la razón P/U  *fwd.* aunque durante el último mes se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF por 3% del AUM y la proyección de crecimiento de utilidades para 2025 se corrige a la baja hasta 14% desde 25% en octubre. En el contexto de datos mixtos y Banco Central recortando tasas, valorizaciones atractivas, pero salida de flujos, **se decide mantener una posición neutral en acciones surcoreanas.**

Durante febrero las acciones **taiwanesas** cayeron USD 1.4%, registrando un *underperformance* respecto Asia EM, mientras que el dólar taiwanés se depreció 0.7% durante el mes. Taiwan Semiconductor Manufacturing (TSMC), la principal empresa del índice MSCI del país, contribuye a la caída de las acciones, en línea con la caída del sector tecnológico estadounidense, pese a que informó una inversión de USD 100  *bn* en plantas de producción de semiconductores en Estados Unidos y buscando evitar los nuevos aranceles a semiconductores. Continuando con la política internacional, destacó negativamente el tono de autoridades chinas las cuales llamaron a “dar forma a la inevitable reunificación”, aumentando la presión en el estrecho. Por el lado económico, las exportaciones se aceleraron durante febrero y se expandieron 31.5% anual, mientras que, el índice PMI de manufacturas mejoró respecto al mes

previo (51.5 pts. en febrero). Por otro lado, la inflación se desaceleró hasta 1.6% anual en febrero, el registro más bajo desde marzo de 2021, aunque el mercado espera que el Banco Central mantenga la tasa de referencia en 2% al menos hasta diciembre de este año. Por el lado del mercado, las valorizaciones lucen atractivas respecto a su promedio histórico en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes las proyecciones de crecimiento de utilidades para este año se corrigen a la baja hasta 17.6%. Sin embargo, se estima que las utilidades de Taiwán excluyendo al sector tecnológico se contraigan 7.6%, proyección de igual manera es corregida a la baja. Finalmente, durante el último mes, se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF por 4% del AUM. De esta forma se observa una mejora en datos económicos, valorizaciones atractivas, pero salidas de flujos y corrección a la baja de proyección de utilidades, por lo que **se decide mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

Las acciones **indonesias** registraron un *underperformance* respecto a acciones emergentes y lideraron las caídas durante febrero, retrocediendo USD~15%. Por el lado económico, el índice PMI mejoró por tercer mes consecutivo hasta 53.6 pts. en febrero. Por otro lado, la inflación de febrero cayó a tasa negativa por primera vez desde marzo del 2000 (-0.1% anual), sin embargo, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de referencia en 5.75% en la reunión de febrero y el mercado no internaliza más bajadas de tasas, por la presión sobre la moneda, que en los últimos tres meses se ha depreciado 1.2% respecto al dólar. Por el lado del mercado, las acciones lucen atractivas en términos absolutos y se observan entradas de flujos durante el último mes al principal ETF del país, aunque la proyección de crecimiento de utilidades se mantiene bajo pares emergentes. Por otro lado, durante febrero se conoció el lanzamiento de un fondo que administrará empresas estatales y contrario a impulsar al mercado, añadió nuevas presiones y preocupa la futura dirección de la política del presidente indonesio. En este contexto de datos mixtos, utilidades bajo pares emergentes y pese a valorizaciones atractivas, **se decide mantener el *underweight* en acciones indonesias.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** cayeron USD 8.6% en febrero, con datos económicos que mejoran. El índice PMI sube a 50.6 pts. y la inflación cae a 1.1% anual en febrero. Por su parte, el Banco Central bajó 25 pbs. la tasa de referencia hasta 2%, subrayando la preocupación ante la política comercial estadounidense y pese a que la autoridad no modificó la estimación de crecimiento para este año (2.9%), sí mencionó que la economía se expandirá más lento de lo esperado. Por otro lado, el mercado ha respondido a lo susceptible que puede ser el país a los aranceles por su posición en la cadena de suministros, especialmente en la producción de automóviles. Pasando al mercado, las acciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, pero los flujos se mantienen planos y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja en el último mes. De este modo, dado valorizaciones atractivas, datos económicos mejorando, pero flujos planos, utilidades que se corrigen a la baja y vulnerabilidad ante medidas proteccionistas, se decide **mantener neutrales las acciones tailandesas.**

## EMEA

**Se decide mantener el *underweight*** en acciones de la región en el caso de una cartera emergente.

La relación política entre **Sudáfrica** y EE.UU. se mantiene deteriorada. El presidente Trump ha congelado el apoyo financiero al país africano y afecta distintas áreas como salud y suministro eléctrico. Por el lado interno, el gobierno de coalición nacional parece cada vez más fragmentado y frágil, lo que llevó a rechazar la propuesta de presupuesto del ministerio de finanzas, el cual se volvería a presentar el 12 de marzo. La aprobación del presupuesto podría ser determinante en la continuidad de la coalición de gobierno o un quiebre de este. Por el lado económico, el índice PMI continúa en terreno contractivo (bajo 50 pts.) durante febrero, mientras que, la inflación se aceleró por cuarto mes



consecutivo hasta 3.2% anual en enero. Por su parte, el Banco Central no tuvo reunión de política monetaria en febrero, el mercado espera que la autoridad monetaria mantenga la tasa de referencia en 7.5% en lo queda de año. Por el lado del mercado, las acciones sudafricanas subieron USD 0.5% en febrero, pese a la tensión geopolítica y con un rand que se depreció 0.1% durante el mes. Por su parte, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U  *fwd.*, pero con flujos planos durante el último mes y proyección de crecimiento de utilidades para 2025 que se corrige al alza hasta 28% desde 24% en noviembre. En el contexto de entorno político y geopolítico desafiante, valorizaciones ajustadas, pero datos mixtos y utilidades que se corrigen al alza, se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

El Banco Central de **Turquía** continúa bajando la tasa de referencia, en marzo recortó 250 pbs. hasta 42.5% y el mercado espera que baje hasta 30% a diciembre de este año. Esto, aunque la inflación continúa desacelerándose, ha seguido sorprendiendo sobre los esperado los últimos meses (febrero 39% anual). Por otro lado, el mercado corrige a la baja la proyección de crecimiento económico y el índice PMI de manufacturas se mantiene en terreno contractivo en febrero (48.3 pts.). Por el lado político, la intervención de Erdogan en la guerra de Rusia y Ucrania, en torno a poner el ejército turco a disposición para ser agentes de paz en la guerra ha sido internalizada como positiva. Por el lado del mercado, las acciones turcas cayeron USD 5.3% en febrero junto a la lira turca que se depreció 2% respecto al dólar. Aunque las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U  *fwd.*, durante el último mes se observan entradas netas de flujos por 2% de AUM al principal ETF y la proyección de crecimiento de utilidades para 2025 se corrige al alza hasta 61%. En un contexto de entrada de flujos, corrección al alza de utilidades, pero valorizaciones ajustadas y datos económicos mixtos, **se decide mantener en neutral las acciones turcas.**

Finalmente, durante febrero las acciones **saudíes** cayeron USD 2.3%, pese a que las valorizaciones lucen atractivas en la razón P/U  *fwd.* Por otro lado, los flujos se mantienen planos durante el último mes, pero la proyección de crecimiento de utilidades para este año se ha corregido a la baja desde 16% a inicios de septiembre hasta 14.6%. Por el lado económico, el índice PMI de manufacturas cayó a 58.4 pts. en febrero. Además, se mantiene la volatilidad en los precios del petróleo y la organización de países exportadores de petróleo (OPEP) comunicó que en abril comenzaría la normalización de producción de petróleo. La noticia significa que la oferta del crudo podría aumentar, mientras que, empeoraría el equilibrio entre oferta y demanda. En línea con lo anterior, en lo corrido del mes hasta el 11 de marzo los precios del petróleo Brent han caído ~4%. La caída en las perspectivas del precio del *commodity* afectan directamente las proyecciones de la economía saudí. En el contexto de una economía dependiente del petróleo y flujos planos, se **decide mantener en underweight las acciones saudíes**, pese a transar con valorizaciones atractivas.

## RENTA FIJA

**US TREASURIES: se mantiene el OW en treasuries de 2 años, se toma un UW treasuries de 10 años, mientras que se mantiene el UW en 30 años. Se neutraliza el UW en TIPS**

Durante febrero, observamos un *rally* en las tasas del tesoro americano a medida que las políticas arancelarias de Trump y el elevado nivel de ruido político comenzaron a deteriorar el sentimiento de mercado al mismo tiempo que la economía empezó a mostrar señales de desaceleración. Es así que, la tasa del bono de 10 años volvió a alcanzar el 4.15%, impulsada por una fuerte corrección en los mercados de renta variable ante el miedo de mayores probabilidades recesivas en el mediano plazo. Por su parte, el mercado de renta fija reaccionó a este escenario de *risk off* con

pronunciadas caídas de tasas lo largo de la curva y una ampliación de *spreads* en productos de créditos, impulsando los retornos de los activos de mayor duración y calidad crediticia. Por el lado de datos económicos, la actividad económica en EE.UU. muestra signos de moderación este mes, con datos que reflejan una desaceleración en el consumo. Las ventas minoristas de enero cayeron un 0.9%, mientras que el gasto personal también sorprendió a la baja con una contracción del 0.2%. El mercado laboral se mantiene resiliente, aunque con signos de enfriamiento, en febrero se crearon 151,000 empleos, mientras que la tasa de desempleo aumentó a 4.1%. A pesar de la desaceleración, el mercado aumentó en febrero las estimaciones de crecimiento del PIB para 2025 de 2.2 a 2.3% (mediana BBG), de manera que el crecimiento esperado para este año se mantiene por sobre el tendencial. Por el lado de la inflación, el registro de febrero sorprendió a la baja desacelerándose a 2.8% anual, mientras que la inflación subyacente también cayó más de lo esperado a 3.1%. De esta manera, se revierte parte de la sorpresa inflacionaria de enero y en el mediano plazo la caída en el precio de las viviendas le seguiría dando soporte a la tendencia inflacionaria, no obstante, en el corto plazo se mantiene la incertidumbre sobre todo por la falta de visibilidad en las políticas arancelarias del gobierno.

Por su parte, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos mantiene el tono *hawkish* y el presidente del Fed, Jerome Powell, mencionó que la economía aún se mantiene resiliente y las presiones inflacionarias altas, de manera que, no se esperan movimientos en la reunión de marzo y la tasa de referencia se mantendría en 4.5%. Ante las recientes señales de desaceleración económica, el mercado cambió sus expectativas de política monetaria hacia una postura más agresiva estimando 3 recortes de tasas de 25 pbs. la segunda mitad del año y desalineándose de los 2 recortes estimados por el Fed. Es así que, en febrero la tasa del bono del tesoro a 10 años terminó cayendo 33 pbs. de punta a punta a 4.20%, mientras que la tasa del bono del tesoro a 2 años cayó 21 pbs. a 4%, de manera que ocurrió un *bull flattener* en la curva de tasas. En marzo, las tasas de 2 años se mantienen ancladas al 4%, mientras que las tasas largas presentan mayor volatilidad a las noticias económicas y el *treasury* de 10 años sube nuevamente a 4.32%. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- vuelve a aumentar y alcanza 114 pts. el mayor nivel desde noviembre del año pasado, en línea con lo pronunciados movimientos de tasas de las últimas semanas. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se moderan con respecto a sus máximos de febrero llegando a niveles de 2.58% y 2.34% respectivamente, a medida que la inflación de febrero sorprendió a la baja moderando las negativas expectativas inflacionarias. **Dado lo anterior, y observando una sobrereacción del mercado a la desaceleración económica, consideramos que las expectativas del mercado de 3 recortes de tasas son demasiado agresivas, ya que no esperamos una recesión en el mediano plazo. Es así que, se mantiene una posición corta en duración con respecto al *benchmark*, manteniendo un *OW* en *treasuries* de 2 años y un *UW* en *treasuries* de 10 años y 30 años. Por su parte, se lleva a neutral la posición en TIPS dada la elevada incertidumbre inflacionaria de corto plazo producto de las políticas de Trump.**

## **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral**

Por el lado de *Investment Grade*, con la llegada de marzo observamos a las políticas monetarias de los países desarrollados moverse en la misma dirección que el Banco Central Europeo acercándose al tono más *hawkish* del Banco de la Reserva Federal ante el elevado nivel de incertidumbre global. No obstante, los escenarios económicos entre la región europea y EE.UU. se movieron en direcciones opuestas con una mejora de expectativas en Europa tras desarrollos

positivos en el conflicto entre Rusia y Ucrania, el cambio de gobierno en Alemania con un mayor enfoque en crecimiento y la expectativa de un aumento del gasto en defensa en la región. Por su parte, en Estados Unidos las perspectivas se deterioran y tras algunos datos más débiles de actividad y consumo junto con un elevado ruido político producto de las políticas económicas de Trump, el mercado comienza a cuestionar el escenario de *no landing* y la confianza del consumidor cae bajo los 100 puntos. Es así que, ante escenarios contrarios los mercados de renta fija de ambas regiones mostraron cierta descorrelación y en Europa las tasas subieron ante el aumento del déficit fiscal y los *spreads* se mantienen resilientes ante el mejor panorama económico, mientras que en EE.UU. las tasas caen y los *spreads* se expanden ante los mayores miedos de recesión.

En cuanto a *Investment Grade*, en febrero la clase de activo tuvo un desempeño de USD 1.6%, explicado principalmente *outperformance* de EE.UU. por la fuerte caída de los *treasuries*, mientras que la deuda *investment grade* europea se mantuvo resiliente al alza de las tasas europeas apoyado por los *spreads*. Por otro lado, la clase de activo aún mantiene atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 4.7% y una mayor calidad crediticia con respecto a otros activos. En cuanto a valorizaciones, a pesar de ciertas correcciones que observamos el mes pasado, nos parecen aún poco atractivas y con espacio para mayores ampliaciones de *spread* ante un panorama económico incierto. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral**

En cuanto a *high yield*, en este entorno de *risk off* en donde observamos una fuerte corrección en los mercados norteamericanos y una pronunciada caída en las tasas de interés ante los mayores miedos recesivos, la clase de activo mostró cierto rezago con respecto a otros activos de renta fija producto de su menor duración y calidad crediticia. De igual manera, a pesar de que los *spreads* se ampliaron ante el deterioro del escenario económico global, *Global high yield* termina febrero con una rentabilidad positiva de 0.8%, impulsado finalmente por los movimientos a la baja las tasas de los *treasuries*, junto con la resiliencia del crédito europeo. Por su parte, los últimos datos económicos muestran ciertas señales de desaceleración tanto en actividad como en consumo, no obstante, consideramos que el mercado laboral aún se mantiene resiliente y si bien podríamos observar correcciones a la baja en el crecimiento no esperamos una recesión en el mediano plazo.

Con el inicio de marzo, se intensifican las correcciones de mercado y los *spreads* continúan ampliándose ante el aumento de los ruidos políticos, generando así pérdidas en los activos de mayor riesgo de crédito. Por otro lado, la clase de activo aun ofrece un *yield* elevado de 7.2%, sin embargo, en el entorno de incertidumbre actual y con los *spreads* aún muy por debajo de sus promedios históricos hay espacio para que continúen las correcciones y se mantenga elevada la volatilidad a medida que nos acercamos a abril, en donde, entrarán en vigor muchas de las medidas arancelarias del gobierno de Trump. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral *Global HY*.**

#### **DEUDA EMERGENTE: Se mantiene la posición *UW* en deuda soberana, el *OW* en bonos corporativos *HY*, el neutral en bonos corporativos *IG* y el neutral en *local markets***

Respecto a la deuda emergente, estos primeros meses del año se han caracterizado por la alta volatilidad de las tasas norteamericanas, causada por el incierto escenario económico tras los diferentes anuncios o amenazas realizados por el presidente Donald Trump. Las tasas globales se han visto afectadas por esta volatilidad, y si bien las tasas han bajado en enero y febrero, comparando los cierres de mes, esta alta incertidumbre genera que no haya una tendencia del todo

clara y aumenta la volatilidad de las tasas de interés. Durante febrero, la deuda emergente soberana ha logrado un *outperformance* respecto a la deuda desarrollada soberana, mientras que la deuda emergente corporativa se ubicó levemente por debajo de su par desarrollada en cuanto a rendimiento.

Por el lado de la deuda soberana emergente, la clase de activo acumuló un desempeño de USD 1.6% en febrero, sobre el desempeño de USD 1.2% de la deuda soberana desarrollada. Sin embargo, a pesar de mantener el rendimiento positivo de 2024 durante estos primeros meses del año, nos encontramos en un escenario global impredecible y volátil. Los anuncios, la implementación y la postergación de los aranceles han generado un clima de incertidumbre política y económica, impactando en las expectativas de mercados y en la estabilidad de las relaciones comerciales. De esta forma, a pesar de mantener un desempeño positivo, la menor calidad crediticia y la mayor duración de la clase de activo la hace más vulnerable a eventuales aumentos en las tasas de interés de disiparse parte de la incertidumbre, por lo que se mantiene la preferencia por la deuda corporativa emergente por sobre la soberana. En esta línea, se decide mantener la posición *UW* en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa emergente, se mantiene la posición neutral en bonos corporativos *Investment Grade*. Además de la mayor volatilidad del contexto global, para su reunión de este mes se espera que el Fed mantenga la tasa de referencia en 4.50%, y si bien el mercado internaliza tres recortes en lo que resta de 2025, estos serían en la segunda mitad del año, lo que postergaría un eventual mejor desempeño de la clase de activo. Sin embargo, la clase de activo sigue ofreciendo *yields* atractivos, y mantuvo el rendimiento positivo este último mes (1.7% en febrero). Además, estos instrumentos presentan una duración en la parte media de la curva, lo que entrega cierta protección ante la volatilidad de las tasas largas en esta primera parte del año.

En cuanto a *High Yield*, este segundo mes del año se ha mantenido la dinámica positiva de enero y de 2024, acumulando una rentabilidad de USD 1.4%, y con un *outperformance* con respecto a *High Yield* desarrollado. Sumado a esto, la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 7.9%. En cuanto a *spreads*, éstos se han acoplado a los movimientos del resto de los instrumentos de renta fija global, comprimiéndose hasta valores cercanos al mínimo de cinco años y cerca de una desviación estándar por debajo de su promedio histórico también de cinco años. A su vez, la tasa de default de 2024 fue de 3.9%, y las estimaciones apuntan a que para 2025 estas disminuirían, llegando a 2.7%. De esta forma, se mantiene la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, si bien las monedas emergentes han mantenido sus tendencias apreciativas estos primeros dos meses y algo más de año, la volatilidad sigue marcando el ritmo y generando incertidumbre. A pesar de este ciclo desfavorable para el dólar, su calidad de activo refugio y la implementación efectiva de medidas proteccionistas por parte de Trump podrían fortalecer la divisa norteamericana, generando una pérdida de valor en las monedas emergentes. De esta forma, se mantiene la posición neutral en *local markets*.

En línea con lo anterior, **se mantiene la posición *UW* en deuda soberana, el neutral en bonos corporativos *IG*, el *OW* en bonos corporativos *HY* y la posición neutral en *local markets*.**

## Exposición a Monedas | Marzo 2025

Monedas	Bench.	Feb	Mar	OW/UW	Cambio	
USD	57.5%	58.1%	58.8%	OW 1.3%	0.7%	+
EUR	7.5%	6.2%	7.0%	UW -0.5%	0.8%	+
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW -0.5%	0.0%	-
JPY	2.5%	3.1%	2.5%	N	-0.6%	-
GEMs	31.0%	31.5%	30.7%	UW -0.3%	-0.8%	-
	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 se neutralizan las posiciones en libra esterlina y monedas emergentes, mientras que se lleva a UW dólar y OW euro.

## Resultados TAACo Global | Febrero 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	52%	2%	-0.1%	-0.07%	-0.17%	-1.7	-9.3
Renta Fija	50%	46%	-4%	1.6%	0.80%	0.72%	-3.5	-2.1
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.01%	-0.8	
Oro	0%	0%	0%	0.8%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.00%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>0.73%</b>	<b>0.56%</b>	<b>-6.0</b>	<b>-11.4</b>
Outperformance / Underperformance (bps)								<b>-17.4</b>
Europe ex UK	14.0%	12.0%	-2.0%	3.7%	0.51%	0.44%	-7.6	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	0.0%	-1.0%	1.6%	0.02%	0.00%	-1.8	
UK	3.0%	2.0%	-1.0%	3.5%	0.11%	0.07%	-3.7	
US Large Cap Growth	17.0%	18.0%	1.0%	-3.8%	-0.64%	-0.68%	-3.6	
US Large Cap Value	15.0%	16.0%	1.0%	1.6%	0.25%	0.26%	1.8	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-5.0%	-0.20%	-0.20%	0.0	
Japan	5.0%	6.0%	1.0%	-1.4%	-0.07%	-0.08%	-1.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>58.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.03%</b>	<b>-0.19%</b>	<b>-16.1</b>	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	-1.8%	-0.09%	-0.11%	-1.7	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	0.0%	-2.1%	-0.02%	-0.02%	0.0	
China	10.0%	10.0%	0.0%	11.8%	1.18%	1.18%	0.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	-5.1%	-1.03%	-1.03%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-2.8%	-0.14%	-0.14%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>42.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.11%</b>	<b>-0.13%</b>	<b>-1.7</b>	
<b>Equities</b>					<b>-0.14%</b>	<b>-0.32%</b>	<b>-17.8</b>	
Treasuries 2Y	5.9%	7.0%	1.1%	0.7%	0.04%	0.05%	-1.0	
Treasuries 10Y	12.4%	12.4%	0.0%	3.1%	0.38%	0.38%	0.0	
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	-0.7%	5.6%	0.40%	0.36%	-2.8	
US Tips	2.8%	1.3%	-1.5%	2.2%	0.06%	0.03%	-0.9	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.6%	0.45%	0.45%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	0.9%	0.04%	0.04%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>59.0%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.37%</b>	<b>1.31%</b>	<b>-4.7</b>	
EMBI	10.8%	10.4%	-0.4%	1.6%	0.17%	0.16%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	3.3%	0.0%	1.7%	0.06%	0.06%	0.0	
EM Corporate HY	4.8%	6.3%	1.5%	1.6%	0.08%	0.10%	0.0	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	-0.3%	-0.07%	-0.07%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.0</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>1.61%</b>	<b>1.56%</b>	<b>-4.6</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 28 de febrero de 2025

En febrero el TAACo mantuvo un *OW* en acciones (52%), la subexposición en bonos (46%) y sobreexposición en caja (2%). Al 28 de febrero la cartera tuvo una ganancia mensual de 0.6%, mostrando un leve *underperformance* con respecto al *benchmark* (0.7%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** restó valor, dado que la renta variable rentó menos que la fija y (ii) la **selección de instrumentos** fue negativa: generó ganancias el *OW* en *US Large Cap Value*, mientras que restó el corto en Europa y Reino Unido y los *OW* en *US Large Cap Growth* y LatAm. En bonos, los desvíos con respecto al *benchmark* restaron valor en las regiones desarrolladas.

## Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.6%	0.7%	2.5%	7.7%	2.9%	4.7%	4.1%	5.1%	10.4%
Benchmark	0.7%	0.9%	2.7%	8.3%	2.4%	3.9%	3.5%	3.9%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-17	-23	-16	-64	53	78	59	123	
<b>Acciones</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	-0.1%	1.0%	2.8%	11.1%	4.7%	8.1%	5.2%	3.6%	15.1%
Europe ex UK	3.7%	8.6%	11.3%	6.6%	4.9%	7.5%	3.6%	3.1%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	1.6%	5.0%	7.1%	3.4%	-1.9%	5.0%	4.5%	6.8%	23.7%
UK	3.5%	5.9%	8.9%	18.7%	7.6%	9.8%	4.2%	4.8%	18.6%
US Large Cap Growth	-3.8%	-0.2%	-2.4%	21.5%	15.5%	20.5%	16.5%	--	21.2%
US Large Cap Value	1.6%	-1.0%	6.3%	16.0%	8.6%	11.9%	8.6%	--	16.2%
US Small Caps	-5.0%	-9.2%	-1.5%	8.0%	4.9%	11.1%	8.2%	9.1%	24.0%
Japan	-1.4%	-0.3%	0.2%	-1.2%	2.9%	5.0%	3.4%	1.9%	15.4%
<b>Desarrollados</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>2.8%</b>	<b>15.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>13.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>7.1%</b>	<b>18.2%</b>
LatAm	-1.8%	0.9%	7.5%	-16.7%	0.8%	1.8%	1.3%	6.9%	30.0%
LatAm Small Cap	-2.1%	-0.8%	7.5%	-22.4%	-5.6%	-5.7%	-2.2%	4.9%	33.1%
China	11.8%	15.8%	12.8%	39.0%	0.0%	-0.3%	2.6%	7.8%	28.4%
EM Asia ex China	-5.1%	-5.5%	-4.5%	1.5%	1.7%	9.5%	6.2%	--	19.9%
EM Asia Small Cap	-2.8%	-7.9%	-7.2%	-1.2%	2.1%	10.5%	5.3%	8.8%	19.6%
EM Europe and Middle East	0.4%	5.7%	4.9%	6.1%	-5.4%	-0.9%	-2.8%	2.4%	18.9%
<b>Emergentes</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>18.2%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	1.6%	0.8%	2.5%	5.5%	0.0%	-0.5%	1.5%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.7%	1.3%	1.1%	5.0%	1.7%	1.0%	1.2%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	3.1%	1.0%	3.8%	4.3%	-3.3%	-2.7%	0.3%	3.4%	8.2%
Treasuries 30Y	5.6%	-0.7%	5.9%	1.9%	-11.2%	-8.7%	-1.4%	4.0%	15.9%
US Tips	2.2%	1.9%	3.5%	6.4%	-0.8%	1.9%	2.4%	4.4%	6.3%
Global Corporate IG	1.6%	0.3%	2.3%	5.4%	-0.2%	-0.2%	1.8%	4.3%	9.2%
Global Corporate HY	0.9%	1.5%	2.1%	9.1%	4.3%	4.0%	4.4%	6.9%	10.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>0.0%</b>			
EMBI	1.6%	1.6%	3.0%	9.8%	3.4%	0.6%	3.3%	6.9%	11.6%
EM Corporate IG	1.7%	1.4%	2.3%	7.2%	1.9%	0.7%	2.8%	--	6.6%
EM Corporate HY	1.6%	2.1%	2.5%	10.7%	5.0%	2.1%	5.1%	--	10.7%
EM Local Markets	-0.3%	0.6%	0.9%	3.2%	0.9%	0.6%	1.3%	--	9.3%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.0%</b>			
<b>Caja</b>	<b>0.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.7%</b>
<b>Oro</b>	<b>0.8%</b>	<b>6.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>38.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>8.8%</b>	<b>10.5%</b>	<b>14.4%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de 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.