

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años*
	Mar	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-0.8%	1.7%	5.1%	2.7%	7.1%	4.1%	5.1%	10.4%
Benchmark	-0.9%	1.7%	5.6%	2.6%	6.0%	3.5%	3.8%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	14	-2	-42	10	103	59	123	
Acciones	-2.0%	0.5%	5.7%	3.7%	11.4%	5.2%	3.9%	15.2%
Benchmark	-2.1%	0.7%	6.1%	4.1%	11.2%	5.2%	3.5%	15.1%
Renta Fija	0.2%	2.7%	5.0%	1.2%	1.3%	1.9%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.2%	2.7%	5.0%	0.9%	0.8%	1.6%	3.6%	6.5%
Caja	0.3%	1.0%	5.0%	4.3%	2.6%	1.9%	1.6%	0.7%
Oro	9.9%	19.4%	40.7%	17.1%	14.1%	10.1%	10.9%	14.9%

Resultados al 31 de marzo de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

Risk is in the air¹

El *Liberation Day* disipó parte de la incertidumbre en el mercado, pero no de la mejor manera. Los aranceles anunciados por Donald Trump fueron más agresivos que los que se esperaba, gatillando correcciones profundas en activos de riesgo. En concreto, anunció la aplicación de aranceles recíprocos a países o regiones que le cobraban impuestos a importaciones de origen estadounidense, destacando la Unión Europea (UE, 20%), China (34%), Vietnam (46%), Japón (24%), Corea del Sur (25%), entre otros. Además de esta reciprocidad, anunció aranceles de 10% generales para todas las importaciones estadounidenses, quedando dentro de esta categoría países de América Latina (ex México), Oceanía, el Reino Unido, entre otros. Estos aranceles entrarán en vigor el 9 de abril. Los principales socios comerciales de EE.UU., Canadá y México quedaron fuera del discurso del *Liberation Day*, y todos los bienes y servicios que cumplen con las condiciones del tratado de libre comercio entre los tres países (USMCA) no enfrentarán aranceles; y para el caso de los productos que no cumplan con el tratado el arancel sería del 25%. En lo más reciente, Trump anunció una pausa de aranceles (manteniendo el 10%) a los países que no habían tomado represalias).

Lo que sucedió el 2 de abril deja ganadores y perdedores -al menos en el corto plazo- y ha tenido consecuencias en los mercados. En primer lugar, pareciera que la Unión Europea (UE) y Asia estarían dentro de los más perjudicados, mientras que América Latina gozaría de una mejor situación en términos relativos. De manera preliminar, lo comunicado en el discurso del *Liberation Day* dio la impresión de que mientras más cerca se está de EE.UU., mejor, y mientras menor es el tamaño del socio comercial y más lejos se está, también es positivo. Lo sucedido los días posteriores al 2 de abril, que generó correcciones más

Índice

Risk is in the air..... 1

Asignación de Activos | Abril 2025 4

Resultados TAACo Global | Marzo 2025 22
Desempeño Histórico.....23

Liberation Day culminó con aranceles más agresivos que lo internalizado por el mercado

La escalada de tensiones no deja ganadores: unos pierden más que otros

¹ “El riesgo está en el aire”, inspirado en la canción de John Paul Young “El amor está en el aire”

transversales, nos dio a entender que en una escalada de tensiones comerciales ninguna economía ganaba, sino que unas perdían menos que otras.

A nivel de consecuencias de mercado, la palabra “estanflación” se hace cada vez más presente y pareciera que llegó para quedarse. Tras un gobierno estadounidense más agresivo, el mercado comenzó a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento para EE.UU. La inflación también se verá presionada, y es que estimaciones preliminares proyectan un aumento en el registro subyacente de ~1 punto porcentual. Si bien no es el escenario base, los mayores riesgos de recesión llevarán al Fed a ser un mero observador del mercado, y dado que históricamente su mayor preocupación se ha centrado en la actividad económica, a pesar del retraso en la convergencia inflacionaria, el mercado prevé que ahora el Banco Central será más agresivo en su ciclo de recortes.

La preocupación por una estanflación llegó para quedarse

Hasta ahora, es difícil determinar si los países que pensamos serían los ganadores y perdedores, seguirán siéndolo hacia adelante. El principal riesgo era que los países tomaran represalias, y China ya anunció aranceles de 34% a todas las importaciones provenientes de EE.UU., provocando caídas pronunciadas en mercados emergentes y europeos. Luego de que Trump amenazara con 50% de aranceles adicionales para China, el gigante asiático respondió con lo mismo, exacerbando las tensiones comerciales y concentrando el conflicto entre las dos economías más grandes del mundo. Por su parte, países con espacio fiscal para combatir los efectos de estos aranceles internamente, estimulando la demanda, también podrían salir mejor parados de la escalada comercial.

Represalias de China amplificaron el riesgo

Aun cuando Trump afirmó que a excepción que se le ofreciera algo “fenomenal”, no negociaría, tras las represalias de China el mandatario estadounidense amenazó con agregar un 50% adicional a los aranceles que ya enfrenta el gigante asiático. De esta manera, los esfuerzos tarifarios se concentran en contra de China y comienzan los acercamientos con otros gobiernos para negociaciones, como la Unión Europea, Vietnam y Japón, teniendo este último la prioridad en las negociaciones, según lo declaró el secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent. Lo anterior ha devuelto algo de calma a los inversionistas.

Los esfuerzos tarifarios se concentran en China

Este escenario de mayor riesgo ha elevado la volatilidad tanto del mercado accionario como de bonos y el VIX alcanzó niveles que históricamente se asocian a correcciones importantes, como los observados en marzo de 2020. Los mercados accionarios han corregido, inicialmente con el de EE.UU. mostrando un peor desempeño que el resto del mundo, pero tras las represalias de China la sensación de riesgo se transformó en algo generalizado. Por su parte, los bonos del Tesoro norteamericano venían actuando como un activo refugio y exhibiendo destacados retornos, pero en los últimos días han revertido parcialmente las alzas, y el 7 de abril la tasa del bono del Tesoro norteamericano de 30 años subió 23 pbs., un movimiento diario no observado desde marzo de 2020.

Volatilidad al alza

Entre idas y venidas, se hace evidente lo difícil que es confiar en Donald Trump y su entendimiento respecto de lo que su impredecible discurso puede causar en los precios de los activos. Este nuevo orden diplomático y político global del que habíamos hablado en meses anteriores podría eventualmente gatillar una reconfiguración del mercado global, pero que podría tardar años en concretarse, en la cual las salidas de flujos de posiciones más saturadas como acciones norteamericanas y el dólar, terminen con el *excepcionalismo* de EE.UU. y este mercado vuelva a tener una menor representación en los portafolios globales.

Se vuelve difícil confiar en el discurso de Donald Trump

Con respecto a la política monetaria, en su reunión de marzo el Fed mantuvo su rango de tasas de interés en línea con lo esperado, y publicó su documento trimestral con proyecciones y el conocido *Dot Plot*. Con esta nueva información, el Fed nos dio a entender que la mediana de los miembros del FOMC sigue previendo dos recortes de tasas al cierre del año, pero revisó al alza su proyección de inflación (deflactor PCE subyacente) y desempleo para este año, hasta 2.8% y 4.4% respectivamente. Por el lado de las proyecciones de crecimiento, el Fed prevé que sea de 1.7% en 2025, 0.4 puntos porcentuales menos de lo esperado en diciembre. Por otro lado, si bien la cifra de creación de empleo de marzo superó las expectativas, es probable que, hacia adelante, sectores como salud, educación y empleo público dejen de contribuir tan significativamente a este dato. Además, el miedo de los aranceles ha inundado el mundo y en los meses venideros, es poco probable que los datos económicos impacten la tendencia de los mercados como lo hacían antes.

Es poco probable que en el corto plazo los datos económicos impacten la tendencia de los mercados

Por último, cabe mencionar que la reunión del TAACo de abril se realizó antes del discurso del *Liberation Day*, por lo que el posicionamiento del portafolio en algunos casos tiene un racional que cambia al conocer las nuevas tensiones comerciales y la mayor volatilidad que los aranceles han inyectado a los mercados.

En línea con lo anterior y en el caso de China (antes de las represalias), los inversionistas desmentían la creencia respecto de que el gigante asiático era un mercado no invertible y reaparecía como una opción de inversión. A su vez, pareciera que el gobierno comenzaba a internalizar la importancia del desarrollo del sector privado y de revitalizar el consumo, que sigue rezagado y evita que la demanda local despegue.

China antes de las represalias tenía un mayor atractivo como opción de inversión

De esta manera, en abril se decide seguir bajando el riesgo del portafolio, subponderando la posición en acciones y aumentando la sobreponderación en caja, en un contexto en que a pesar que se disipó parte de la incertidumbre, la volatilidad va a continuar y la visibilidad sigue siendo acotada. Por su parte, aumenta la preferencia por mercados emergentes sobre desarrollados, donde se concentran los que hasta ahora creemos serán los ganadores -relativos- de los aranceles.

Disminuye el riesgo del portafolio

Asignación de Activos | Abril 2025

TAACo Global	Bench.	Mar	Abr	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	48%	UW	-2%	-2.0% -
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caja		4%	6%	OW	6%	2.0% +
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	14.0%	13.0%	13.0%	UW	-1.0%	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	1.0%	N		
UK	3.0%	2.0%	2.0%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		
US Large Cap Value	15.0%	16.0%	15.0%	N		-1.0% -
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		
Japan	5.0%	5.0%	5.0%	N		
Mercados desarrollados	59.0%	58.0%	57.0%	UW	-2.0%	-1.0% -
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	1.0%	N		
China	10.0%	10.0%	11.0%	OW	1.0%	1.0% +
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N		
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N		
Mercados emergentes	41.0%	42.0%	43.0%	OW	2.0%	1.0% +
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	5.9%	7.0%	7.0%	OW	1.1%	
Treasuries 10Y	12.4%	11.4%	11.4%	UW	-1.0%	
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	6.7%	UW	-0.5%	0.2% +
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N		
Deuda desarrollados	60.1%	59.5%	59.7%	UW	-0.4%	0.2% +
EMBI	10.8%	10.4%	10.4%	UW	-0.4%	
EM Corporate IG	3.3%	3.3%	3.3%	N		
EM Corporate HY	4.8%	5.8%	5.6%	OW	0.8%	-0.2% -
EM Local Markets	21.0%	21.0%	21.0%	N		
Deuda emergente	39.9%	40.5%	40.3%	OW	0.4%	-0.2% -
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

UW bonos y acciones, OW caja

EE.UU.: Neutral Large Cap Value, Growth y Small Cap

UW Europa y Reino Unido

Neutral Japón

OW LatAm y China

Neutral Asia EM ex. China

En renta fija: UW duración

US treasuries: OW 2 años y UW 10 y 30 años

Neutral TIPS, Global Corporate IG y HY

Disminuye OW RF emergente: UW EMBI, neutral CEMBI IG y local markets, se reduce OW CEMBI HY

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene el UW en Large Cap y neutral el Small Cap

En marzo, las acciones europeas se mantuvieron relativamente defensivas frente a las fuertes correcciones en los mercados estadounidenses, registrando una caída marginal en un contexto global de *risk-off*, impulsado por la creciente incertidumbre en torno a la política comercial de EE.UU. Así, el Stoxx 50 retrocedió apenas USD 0.1%, un desempeño significativamente mejor que el -5.8% del S&P 500, sostenido por el impulso del mayor gasto en defensa e infraestructura en Alemania, que mejoró las perspectivas de crecimiento para la región. Sin embargo, con la llegada de abril y el denominado *Liberation Day* de EE.UU. el escenario cambia radicalmente y los riesgos de una recesión aumentan

alrededor del mundo. En el caso de Europa, la intensificación de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, sumada a las amenazas arancelarias directas contra el bloque, podrían afectar de forma significativa su crecimiento económico, contrarrestando los beneficios derivados del mayor gasto público, de manera que, el mercado podría revisar a la baja las actuales expectativas de crecimiento de 0.9% y 1.2% para este y el próximo año.

En el ámbito político, marzo estuvo marcado por tensiones internas y cambios relevantes en las principales economías de la Eurozona. En Francia, la condena a Marine Le Pen por malversación de fondos públicos y la inhabilitación para ejercer cargos públicos durante cinco años reconfiguran el escenario político de cara a las elecciones presidenciales de 2027, aumentando la polarización e incertidumbre en la política francesa. En Alemania, la CDU de Friedrich Merz avanza en la formación de una coalición con el SPD, mientras impulsa una agenda de expansión fiscal centrada en infraestructura y defensa, tras lograr flexibilizar las normas del freno de la deuda. A nivel regional, el bloque europeo se mantiene alineado en su intención de incrementar el gasto en defensa, con el objetivo de reducir su dependencia de EE.UU. y asumir un rol más activo en la seguridad del continente y el apoyo a Ucrania. Por su parte, las tensiones comerciales con EE.UU. escalonaron durante el último mes: tras la imposición de un arancel del 20% a productos europeos por parte del gobierno estadounidense, la disputa alcanzó un punto crítico. La Eurozona se prepara ahora para abrir negociaciones con la administración Trump, a la vez que evalúa medidas de represalia, que podrían incluir no solo bienes industriales, sino también servicios de las grandes empresas tecnológicas estadounidenses.

Por el lado económico, la inflación de marzo se desaceleró a 2.2% anual, mientras que la medida subyacente cayó más de lo esperado y alcanzó 2.4%. Si bien aún se espera que la inflación converja hacia el objetivo del 2% en la segunda mitad del año, la incertidumbre del impacto de los aranceles de Trump en los precios 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. No obstante, tras el aumento de los riesgos de una recesión global los primeros días de abril, el mercado vuelve a internalizar un recorte de tasas en la reunión de abril junto a dos recortes adicionales la segunda mitad del año.

Pasando al mercado, ya en abril el índice Stoxx 50 ha borrado parte de los rendimientos positivos observados previamente en el año, y el índice cae 10.3% en dólares en lo corrido del mes y hasta el 7 de abril, presionado por factores políticos y geopolíticos. Por el lado de Francia y Alemania, los principales países del índice, ambos retroceden USD 10.1% y 9.7% respectivamente. Sin embargo, esta corrección ha afectado a los mercados a nivel global, por lo que las valorizaciones siguen transando atractivas en la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) tanto *large* como *small caps* y en términos absolutos como relativo a pares desarrollados. Por el lado de los flujos de inversión, según EPFR, se observan entradas de flujos durante las últimas ocho semanas a fondos e ETFs.

En consecuencia, el aumento de riesgos globales y tensiones comerciales con EE.UU. podrían mermar el crecimiento regional en mayor magnitud de lo que el impulso de la expansión fiscal podría agregar. A su vez, se mantiene la incertidumbre política, por lo que **se decide mantener el *underweight* en acciones *Large Cap* y neutral en las acciones *Small Cap* europeas**, pese a las valorizaciones atractivas y entrada de flujos.

REINO UNIDO: Se decide mantener *UW*

En línea con los mercados europeos, el Reino Unido cerró un mes de marzo con un desempeño marginalmente negativo, y el FTSE 100 retrocedió 0.1% en USD, afectado principalmente por la incertidumbre y tensiones globales. No obstante,

al igual que el resto de Europa, el Reino Unido se mantiene relativamente defensivo; (i) la corrección de las acciones más acotada que sus pares desarrollados presiona las valorizaciones, que en términos relativos transan ajustadas en la razón P/U *fwd.*, sin embargo, en términos absolutos transan atractivas, y (ii) la economía, de momento, continúa con su senda de recuperación económica y se espera que el PIB crezca 1% el 2025 y se acelere a 1.4% el 2026.

Por el lado económico, el mercado laboral se mantiene relativamente ajustado, con una tasa de desempleo estable en 4.4% y salarios creciendo aún a un ritmo robusto, cerca del 6% interanual. En cuanto al nivel de precios, la inflación de febrero cedió levemente a 2.8% anual, pero la medida subyacente sigue elevada en 3.5%, lo que refuerza la idea de una desinflación más lenta y prolongada de lo anticipado. Por su parte, la sorpresa económica se mantiene en terreno negativo en las últimas tres semanas, y el PMI de manufacturas de marzo continúa en terreno contractivo y cae a 44.9 pts., mientras que el PMI de servicios aumenta y alcanza 52.5 pts.

Por su parte, el Banco de Inglaterra en marzo pausó el ajuste monetario y mantuvo la tasa de referencia en 4.5%, alienándose a los movimientos más *hawkish* del BCE. Sin embargo, ante los mayores riesgos de deterioro en el crecimiento global, el mercado espera que la entidad monetaria continúe con el ciclo de ajuste monetario en la reunión de mayo y recorte la tasa de referencia 3 veces más este año.

En cuanto a lo político, el gobierno británico presentó un plan fiscal enfocado en fortalecer sectores estratégicos y mejorar la eficiencia del gasto público. Las medidas incluyen apoyo a la industria automotriz, con una flexibilización en los objetivos de electrificación, e inversiones en el sector farmacéutico. Además, se anunciaron recortes de más de £5 mil millones en el gasto de bienestar social para 2029/30 y una revisión de organismos públicos para reducir costos. El gobierno reafirmó su compromiso de no aumentar impuestos clave, optando por controlar el déficit mediante eficiencia en el gasto y estímulo a sectores productivos, de manera que la posición fiscal del Reino Unido queda en una situación delicada, pero controlada. En el plano internacional, el gobierno de Starmer ha reaccionado con cautela ante la imposición de un arancel de 10% a las importaciones de Estados Unidos de origen británico, buscando evitar represalias directas y negociar con el gobierno norteamericano.

En el contexto de debilidad económica y sorpresas negativas, recorte de gasto fiscal, menor espacio para impulsar el crecimiento económico y valorizaciones ajustadas **se decide mantener en *underweight* la exposición a acciones británicas.**

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

En marzo continuaron las correcciones de los mercados norteamericanos y las acciones acumularon caídas pronunciadas a lo largo del mes, de manera que el S&P500 finalizó el mes con una rentabilidad USD -5.8%, mientras que el Nasdaq cayó un USD 7.7%. Con la llegada de abril, tras el anuncio de aranceles recíprocos más agresivos de lo esperado, se profundizan las caídas de los mercados norteamericanos y se intensifican los temores de que las políticas del gobierno norteamericano lleven al mundo a una recesión. Es así que, ante la disrupción de las cadenas de suministros y del comercio internacional, el mercado comienza a revisar a la baja las estimaciones de crecimiento para los próximos años al mismo tiempo que aumenta las presiones inflacionarias, de manera que, el escenario de estanflación cobra fuerza para la economía norteamericana.

Por su parte, los últimos datos económico muestran señales de cierta desaceleración en EE.UU. y la sorpresa económica se mantiene en terreno negativo. Las encuestas de sentimiento continúan con la tendencia a la baja y la confianza del consumidor cayó a 92.9 pts. en marzo. No obstante, los indicadores líderes se mantienen en terreno expansivo, y en marzo, el PMI de servicios se fortalece y aumenta a 54.4 pts., mientras que el PMI manufacturero se moderó a 50.2 pts. En cuanto al mercado laboral, este continúa resiliente, y la creación de empleo de marzo superó las expectativas y sumó 228,000 puestos de trabajo a la economía mientras que el desempleo alcanza 4.2%.

En el plano político, la administración Trump ha intensificado su agenda comercial mediante una serie de medidas proteccionistas que han elevado las tensiones a nivel global. En abril se celebró el llamado “Día de la Liberación” de Trump, marcando el inicio formal de una nueva etapa en su estrategia económica, en la que anunció un amplio paquete de aranceles recíprocos dirigidos al resto del mundo, con el objetivo de alcanzar un comercio “justo” para EE.UU. El gobierno impuso aranceles generales del 10% a todas las importaciones, con incrementos específicos para ciertos países: Unión Europea (20%), China (34%), Vietnam (46%), Japón (24%) y Corea del Sur (25%), entre otros. La respuesta de la mayoría de los países ha sido relativamente moderada. Aunque muchos evalúan represalias como opción, la gran mayoría se ha mostrado dispuesta a negociar con EE.UU. La excepción ha sido China, que respondió de inmediato con un aumento del 34% en los aranceles a productos estadounidenses. Tras una escalada de amenazas entre ambos gobiernos, ambas potencias impusieron un 50% adicional en sus respectivos aranceles, intensificando aún más las tensiones comerciales. Ante la intensificación de las tensiones comerciales con China y el acercamiento del resto de los países a la mesa de negociación Trump termina por aumentar los aranceles a productos chinos a un total de 125%, mientras pausó temporalmente las medidas recíprocas con otras economías, manteniendo solo un arancel base del 10% sobre las importaciones. De esta manera, China se consolida como el principal blanco de la nueva guerra comercial impulsada por la administración Trump, en un escenario que aumenta la fragmentación del comercio global y eleva los riesgos sobre el crecimiento económico internacional.

Ante los recientes signos de desaceleración en la economía estadounidense y la incertidumbre generada por las políticas de Trump, en marzo el Banco de la Reserva Federal mantuvo la pausa en el ajuste monetario, mientras que a la baja las proyecciones de crecimiento y alza las de desempleo e inflación. Por su parte, el comité mantuvo las expectativas de 2 recortes de tasas para este año, mientras inicialmente un impacto transitorio de los aranceles en la inflación previo al anuncio de los aranceles recíprocos. Tras el *Liberation Day*, el presidente del Banco de la Reserva Federal, Jerome Powell, advirtió que el impacto de los aranceles podría tener efectos permanentes en inflación y que la economía norteamericana aún se mantiene resiliente.

En marzo la inflación sorprendió 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. 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 4 recortes de 25 pbs. la segunda mitad del año.

Pese a que el anuncio de aranceles disipó la incertidumbre en torno a la magnitud de la tasa para cada país, la volatilidad se disparó ante el escenario de mayor riesgo y el índice VIX saltó a 52% al cierre de la jornada del 8 de abril, alcanzando

niveles que históricamente se asocian a correcciones importantes y registrando niveles no vistos desde la pandemia. De esta manera, los índices accionarios estadounidenses han corregido a la baja; el Nasdaq Composite disminuyó USD 12% al 8 de abril, llevando al índice a caer en *bear market* (caída de más de 20% desde máximo reciente) y el índice S&P 500 retrocedió USD 11%.

La disminución del apetito de los inversionistas por acciones estadounidenses ha aliviado las valorizaciones. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa en torno su promedio histórico de 10 años, al igual que las valorizaciones de tipo *value*. Por el lado de las acciones tipo *growth*, estas transan bajo su histórico y las acciones *small caps* transan cercanos a su mínimo de 10 años.

Por otro lado, según EFPR, las acciones norteamericanas, presentaron salidas de flujos de inversión durante las últimas dos semanas, observándose salida de flujos de todos los estilos. Por el lado corporativo, la temporada de reportes del primer trimestre de las empresas comienza el 11 de abril, y según Factset, 10 de los 11 sectores del S&P500 han revisado a la baja las estimaciones de crecimiento de utilidades para esta temporada. No obstante, se anticipa un crecimiento de utilidades de 7.0% del índice, con mayor contribución de salud y tecnología de la información.

Debido al aumento de los ruidos políticos de corto plazo y previo al anuncio de aranceles recíprocos, en abril se decidió neutralizar la exposición a acciones estadounidenses cerrando el OW que traíamos en opciones tipo *value*. Por su parte, a pesar de las fuertes correcciones y al aumento de la probabilidad de una recesión, mantenemos una visión algo más positiva que el mercado y si bien esperamos una corrección a la baja en el crecimiento estadounidense no esperamos una recesión en el mediano plazo.

JAPÓN: Se decide mantener neutral la exposición a acciones japonesas

Japón no logró escapar de la escala proteccionista de EE.UU. Las medidas arancelarias impuestas por la administración de Trump adicionaron una tasa de 24% a los productos japoneses -con excepción de los automóviles y el acero, que enfrentan una tasa específica de 25%- . Dado el marcado perfil exportador tanto de su economía como su mercado accionario, el sentimiento de los inversionistas se ha visto presionado. No obstante, el primer ministro Ishiba, busca presentar dentro de los próximos días un plan para negociar los aranceles, mientras que el secretario del Tesoro, Scott Bessent, ha señalado que Japón tendrá prioridad en las negociaciones.

Desde el frente macroeconómico, el consenso de mercado ha revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento para el año, desde 1.2% a 1.1%. No obstante, algunos agentes mantienen una visión más sombría, estimando que sólo los aranceles a la industria automotriz podrían restar 0.3 puntos porcentuales (pp.) al PIB, mientras que el efecto combinado de las barreras comerciales podría reducir el crecimiento económico entre 0.4 y 1 pp. El índice PMI, por su parte, acentuó su caída en terreno contractivo hasta 48.4 pts. en marzo.

En materia de inflación, esta se desaceleró en febrero a 3.7% anual, desde el máximo del mes previo en 4.0%, contribuyendo el restablecimiento de subsidios gubernamentales. Sin embargo, las presiones inflacionarias persisten, especialmente desde el componente de alimentos, que mantiene la inflación lejos de la meta de 2% del Banco Central. Además, durante marzo se realizaron las negociaciones salariales que serían otro foco de presiones inflacionarias, ya que se concluyó un aumento promedio del salario mínimo de 3.8%, que podría sostener el consumo privado.

Respecto a la política monetaria, si bien el nivel de la inflación daría espacio al Banco Central para avanzar en la normalización de tasas, la incertidumbre y el riesgo de recesión global en aumento han llevado al mercado a descartar nuevas alzas en lo que resta del año. La autoridad monetaria decidió mantener la tasa en 0.5% en la reunión de marzo, citando la cautela y evaluación del panorama internacional como principales razones. Aun así, el yen se ha apreciado 1.2% respecto al dólar en lo corrido de abril, reafirmado su rol de activo refugio.

En el ámbito bursátil, durante marzo las acciones japonesas registraron un *outperformance* respecto sus pares desarrollados, pese a que el Nikkei registró una caída USD 3.8%. Ya en abril, luego del anuncio del *Liberation Day*, el Nikkei ha caído USD 13% hasta el 7 de abril y tal corrección llevó al índice a caer en *bear market* (caída de más de 20% desde máximo reciente). En cuanto a las valorizaciones, las acciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, cercano a su mínimo de 10 años. Sin embargo, se observa entrada de flujos de inversión a fondos e ETFs por sexta semana consecutiva según EPFR.

En el contexto de valorizaciones atractivas y entrada de flujos, pero alta incertidumbre y el potencial efecto negativo de los aranceles en el crecimiento económico, **se decide mantener el posicionamiento neutral en acciones japonesas.**

AUMENTA OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap y China, neutral Asia EM ex China

A la hora de tomar la decisión, el mercado chino continuaba con un *momentum* positivo y una opción atractiva de inversión en un mundo que comenzaba a deshacerse de sus posiciones más saturadas en EE.UU. Al cierre de marzo, pensar en que China era un mercado no invertible parecía una locura. En este sentido, se optó por llevar a OW la posición en el gigante asiático, en un escenario de mayor pragmatismo del gobierno y una especie de *DeepSeek moment*. Por el lado de América Latina, si bien el mayor beta del mercado lo ha llevado a corregir de manera importante desde el 4 de abril, tras el *Liberation Day*, es uno de los mercados que queda en una posición más favorable en términos relativos. Por último, en Asia EM ex China, se mantiene la posición neutral con países con perspectivas menos constructivas, como es el caso de Taiwán, y un mercado accionario como el indio que puede defender en este escenario de *risk-off*.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el OW en Large Cap

A pesar de la volatilidad que caracteriza a la región, América Latina quedó -de cierta forma- mejor parada que otras economías tras el *Liberation Day*. En este sentido, México quedó exento de los aranceles recíprocos (aun cuando enfrenta otros) y los bienes y servicios bajo el amparo del T-MEC (tratado de libre comercio con EE.UU. y Canadá) quedan sin impuestos, mientras que los otros países enfrentan aranceles de 10% para sus exportaciones que se dirigen a EE.UU., pero con excepciones. Además, el principal socio comercial de la mayoría de los países de la región es China y antes de que respondiera a los aranceles de Trump, podrían eventualmente hasta beneficiarse, con proyecciones de crecimiento que se mantenían relativamente estables para China. Si bien el escenario ha cambiado, en abril se decide **mantener el OW en América Latina.**

En **Brasil**, los datos de inflación comenzaron a mostrar las señales que se estaban esperando, y es que el dato al cierre de febrero y el de la primera quincena de marzo se ubicaron en línea con lo estimado por el mercado, este último ubicándose en 5.3% anual. Con esto, las expectativas de inflación dejaron de revisarse al alza y la encuesta semanal que realiza el Banco Central espera que esta se ubique en 5.65% al cierre de este año. Por el lado de la actividad, la desaceleración no ha sido clara, en tanto, por ejemplo, la producción industrial a febrero se contrae (en términos

mensuales) por quinto mes consecutivo, pero por otro lado la actividad económica de Brasil crece en enero 3.6% anual y los PMIs de marzo, tanto de manufacturas como servicios, se mantienen en terreno expansivo. Con esto, las tasas de interés parecen estar llegando a un *peak* y si bien en su última reunión el Banco Central dio a entender que aún no ha terminado con el alza de tasas, el de la reunión de mayo sería de menor magnitud que los 100 pbs. que aumentaron en marzo. El mercado ya está vislumbrando el fin de este ciclo de alzas y según la encuesta Focus la tasa Selic se ubicará en 15.00% al cierre de 2025, desde los 14.25% actuales. Sin embargo, el mercado internaliza un ajuste menos agresivo, y la Selic implícita para la última reunión del año se ubica en 14.65%. A nivel del mercado, las acciones brasileñas siguen transando con descuento y la razón P/U *fwd.* se ubica 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años. En las últimas dos semanas (al 2 de abril), se ven entradas netas de flujos de inversión a fondos e ETFs, según los datos de EPFR. Por el lado político, la Corte Suprema ratificó que el expresidente Jair Bolsonaro sea juzgado por intento de golpe de Estado. Esto dificulta su carrera presidencial con miras a las elecciones de 2026, en tanto el porcentaje de la población que opina que el gobierno de Lula ha tenido un desempeño malo/pésimo sube y se ubica ~45%. Todo lo anterior facilita el camino para que la centroderecha se posicione de mejor manera en la carrera política, con un vuelco que puede favorecer al mercado. Por otro lado, la debilidad del dólar históricamente favorece al mercado accionario brasileño, lo que antes de la represalia de China parecía una tendencia que se iba a sostener hacia adelante. Si bien el escenario se ha vuelto más complejo, hasta antes de la respuesta de aranceles de parte de China, Brasil parecía un ganador relativo en el mercado global, enfrentando aranceles generales del 10%, al igual que sus principales pares de América del Sur. Sin embargo, con esta sensación de temor más generalizada, la caída de los *commodities* ha presionado a las acciones brasileñas. No obstante, y dado que la decisión se tomó antes de los aranceles de China a importaciones de origen estadounidense, el mercado brasileño enfrentaba un escenario más favorable que pares, con tasas de interés que comenzaban a caer, una inflación que dejaba de sorprender, y anticipando un giro político favorable, por lo que se optó **llevar a OW la posición en acciones brasileñas desde neutral.**

En **México** el escenario es complejo debido a la intrínseca relación que tiene con la economía de EE.UU. De cara al *Liberation Day*, se esperaba que Donald Trump pudiera haber sido agresivo con su par del sur, considerando el déficit comercial que tiene con México. Sin embargo, el mandatario estadounidense no incluyó ni a México ni a Canadá en sus aranceles recíprocos, dando a entender que todos los bienes y servicios bajo el amparo del T-MEC quedan exentos de gravámenes. Cabe destacar que las exportaciones mexicanas a EE.UU. fuera del T-MEC sí enfrentan aranceles, así como la porción de automóviles y autopartes que no sean contenido regional, junto con los impuestos a acero y aluminio anunciados previamente. De todas maneras, México queda mejor posicionado en relación a pares respecto de algunos sectores y bienes particulares. A nivel macro, la economía se desacelera y se proyecta un crecimiento ~0.3% este año. El Banxico bajó la tasa en 50 pbs. hasta 9.00% en su última reunión y señaló que el recorte en la siguiente ocasión será de la misma magnitud. Así, y con el ajuste de la situación global, el mercado espera que la autoridad monetaria continúe en esta senda y los swaps internalizan que se ubique en 7.50% al cierre del año. La inflación sigue ~3.7% anual, y se espera se mantenga en torno a estos niveles por el resto de 2025. Por el lado accionario, el Mexbol subió 0.2% (en MXN) en marzo, con valorizaciones que siguen luciendo descontadas y la razón P/U *fwd.* transa casi 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años. En el último mes, se observan entradas netas de flujos de inversión por ~1.0% del AUM al conjunto de ETFs. En este contexto, serán los inversionistas internacionales los que den soporte al mercado accionario mexicano. Con respecto a la política, comienzan las campañas electorales de las elecciones judiciales que se llevarán a cabo el 1 de junio de este año. Las listas de candidatos son extensas y es probable que camino a la elección aparezcan nuevas fuentes de volatilidad local. Por otro lado, la aprobación de la presidenta Claudia Sheinbaum continúa fuerte y ~80%, destacando entre otros aspectos el pragmatismo del gobierno en la negociación por los aranceles. Es así como es

probable que Donald Trump solicite al gobierno mexicano la imposición de algunas medidas, no solo respecto a la inmigración y al tráfico de drogas, sino también en su relación comercial con China, para mantener o mejorar la situación arancelaria actual. De esta manera, México queda en una mejor posición relativa a pares en cuanto a la exportación de algunos bienes en particular, y junto con fortaleza corporativa, valorizaciones descontadas y pragmatismo político se opta por **mantener el OW en acciones mexicanas.**

En **Chile**, la bolsa local siguió subiendo en marzo, siendo uno de los mejores mercados a nivel global. La economía chilena anotó un crecimiento sobre lo esperado en 2024, y el mercado comenzó a ajustar al alza sus proyecciones de crecimiento para este año hasta ~2.3% en 2025. De todas maneras, el escenario global lleva a que alcanzar las proyecciones sea más desafiante. Las exportaciones chilenas dirigidas a EE.UU. enfrentarán aranceles de 10%, pero el cobre queda fuera de estos impuestos, el principal producto que envía Chile a la economía más grande del mundo. Con respecto a los otros productos que se exportan, relacionados principalmente al mundo agrícola, Chile está mejor posicionado que otros productores. Las estimaciones preliminares apuntan a que el aumento de las tensiones comerciales podría mermar en 0.1 pp. el crecimiento de Chile este año. Si bien la inflación sigue sobre el rango meta, el Banco Central estima que en la segunda mitad del año se desacelere, debido a la alta base de comparación del año pasado por el ajuste en las tarifas eléctricas. Si bien en su último Informe de Política Monetaria la autoridad reconoce un posible desvío de las expectativas de inflación de la meta de 3%, ahora el mercado internaliza más bajas de tasas para este año, en línea con un contexto global más desafiante para el crecimiento económico. Por el lado interno, el sesgo del crecimiento es al alza, considerando mejores perspectivas de inversión y consumo. Por el lado de las valorizaciones, si bien comienzan a lucir más ajustadas por el buen desempeño del mercado, siguen transando bajo pares emergentes y los reportes corporativos del cuarto trimestre de 2024 cerraron con crecimiento tanto en ventas como en utilidades. Para este año, se espera las utilidades del IPSA crezcan ~20%. Por el lado político, se suman candidatos a las elecciones presidenciales de este año, pero la centroderecha sigue obteniendo mayor preferencia en las encuestas. Esto, mejora las perspectivas para la bolsa y la economía local, de la mano de políticas más promercado que suelen relacionarse con esta tendencia. De esta manera, **se decide mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de referencia en 9.50% por segunda reunión consecutiva, debido principalmente a las presiones inflacionarias locales y la incertidumbre en el frente externo. En marzo, la inflación se desaceleró a 5.1% anual tras dos meses de alzas, pero se ha mantenido en niveles en torno al 5.2% por cuarto mes consecutivo, principalmente por el incremento del salario mínimo y el ajuste en las tarifas del gas. Esta fue la primera reunión de la nueva Junta, luego de la designación de dos miembros por parte del presidente y de la incorporación del nuevo ministro de Hacienda, Germán Ávila, tras la renuncia de Diego Guevara. Por otro lado, la actividad económica de enero sorprendió por sobre lo esperado al marcar 2.7% anual, mientras que las expectativas de crecimiento para este año se corrigen al alza y se espera una expansión de 3.0% en 2025. Sumado a esto, durante el último mes se mantuvieron los datos positivos del mercado laboral, lo que puede generar un impulso extra en la actividad nacional. Por otro lado, el tema fiscal sigue generando problemas debido a la baja recaudación tributaria y a una mayor deuda, generando un riesgo significativo para la sostenibilidad fiscal del país. De esta forma, el gobierno presentará una nueva reforma tributaria, focalizada en lograr nuevos ingresos adicionales en sectores económicos específicos. Sin embargo, el poco piso político con el que cuenta el presidente podría jugarle nuevamente una mala pasada en el Congreso, como ya le ocurrió con las reformas de salud, laboral y educación. En línea con esto, el gobierno llevará a cabo una consulta popular para buscar la aprobación de estas reformas hundidas por el Congreso, y si bien los tiempos son acotados, el ministro del Interior confirmó el lanzamiento de una plataforma digital para preparar las preguntas para la

votación popular. Por otro lado, a pesar de que aún resta cerca de un año para las elecciones generales, los primeros sondeos posicionan a Vicky Dávila como la principal candidata, sugiriendo un posible giro político hacia la centroderecha tras la cuestionada gestión de Gustavo Petro. En cuanto a valorizaciones, estas se encuentran descontadas al transar bajo su promedio histórico de diez años en la razón P/U *fwd.*, mientras que en el último mes se observan entradas de flujos del 25% del AUM al principal ETF de la mano del gran *outperformance* del mercado colombiano durante los primeros meses del año, aunque esto se ha ido corrigiendo tras los anuncios de aranceles de Trump. De esta forma, con un escenario político que se mantiene frágil y riesgos fiscales persistentes, pero valorizaciones que siguen mostrando un atractivo relativo, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, se mantiene la resiliencia económica del año anterior gracias a las perspectivas positivas para la inversión pública y el consumo privado, junto con el dinamismo en sectores claves como construcción y servicios. De esta forma, el Banco de la Reserva eleva su previsión de crecimiento de 2025 a 3.2%. A su vez, la inflación vuelve a desacelerarse y anota 1.3% anual en marzo, manteniéndose dentro del rango meta. Por otra parte, en su reunión de política monetaria de marzo la Junta Directiva mantuvo la tasa de referencia en 4.75%, y se espera que esta acción se repita en la reunión de abril. Para lo que resta de año el mercado internaliza dos recortes adicionales, condicionados por la evolución de la inflación y sus determinantes. El tema fiscal, que venía siendo uno de los principales dolores de cabeza del país, muestra ciertos signos de mejora. El gasto fiscal se redujo en febrero gracias a una disminución en los gastos no financieros del gobierno. Además, el buen desempeño de la actividad económica impulsaría la recuperación de los ingresos, dando pie a un escenario algo más favorable de lo que se esperaba en cuanto al tema fiscal. Sin embargo, la segunda parte del año podría traer nuevas presiones fiscales a medida que nos acercamos a la fecha de las elecciones generales del próximo año. La presidenta Dina Boluarte convocó las elecciones para el 12 de abril de 2026, y el Jurado Nacional de Elecciones (JNE) definió las fechas límites para la inscripción de partidos (12 de abril) y la formalización de alianzas (2 de agosto). De esta forma, el Congreso ya no puede ser disuelto, y es poco probable que busque censurar a la presidenta en lo que será su último año en el cargo. Actualmente se cuenta con 41 partidos políticos inscritos, siendo esta la clara muestra de un ambiente político fraccionado y polarizado de cara a las próximas elecciones. Por el lado accionario, las valorizaciones se mantienen descontadas al transar por debajo de su promedio histórico, mientras que en el último mes se observan entradas de flujos de inversión por 45% del AUM al principal ETF, en línea con el buen desempeño del mercado peruano en marzo. De esta forma, con una economía que se mantiene resiliente, pero con un agitado ambiente político, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el foco central se encuentra en las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para acceder a un segundo financiamiento. Si bien estas se encuentran avanzadas luego de que la Cámara Baja aprobara el Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU), la escasa información disponible sobre las condiciones del acuerdo sigue generando dudas. El ministro de Economía anunció que el monto será de USD \$20,000 millones, mientras que el gobierno presiona por un primer desembolso superior al que usualmente otorga la entidad financiera, lo cual podría estar demorando la formalización del pacto. A esta situación de incertidumbre se suman las controversias en las que se ha visto involucrado el presidente Javier Milei, como el escándalo vinculado a la criptomoneda \$LIBRA y la polémica designación por decreto de dos jueces para la Corte Suprema. Estos hechos han impactado negativamente en la imagen y aprobación del gobierno, reflejándose en una nueva caída del Índice de Confianza en el Gobierno por segundo mes consecutivo. Este contexto resulta clave para el oficialismo en el camino hacia las elecciones legislativas que se llevarán a cabo en octubre, tras la suspensión de las PASO, aunque algunas provincias evalúan desdoblarse la votación para realizarla en una fecha distinta a la nacional. Si bien Milei aún conserva un respaldo superior al de sus antecesores en esta etapa de gestión,

sostener estos niveles será fundamental para fortalecer la representación oficialista en el Congreso. En línea con esto, la desaceleración de la inflación se mantendría entre las prioridades del gobierno, la cual ya se vio interrumpida tras la leve aceleración de la variación mensual en marzo a 2.4% (66.9% anual). Esto, junto con el acuerdo con el FMI, resulta fundamental para avanzar en la normalización de las restricciones de capital, las cuales continúan generando una incertidumbre adicional debido a la falta de claridad respecto a los mecanismos de implementación y el cronograma previsto. Por el lado macro, la actividad económica sorprendió al alza al marcar 6.5% anual en enero, y las proyecciones de crecimiento son positivas y apuntan a cerrar 2025 con una expansión del 5% con sesgo alcista, luego de un 2024 en donde la contracción fue menor a lo esperado. En este contexto, se observan salidas de flujos del principal ETF por segundo mes consecutivo, por 11% del AUM, ratificando la pérdida de *momentum* accionario que se observó el año pasado. Así, a pesar de la inminencia del acuerdo con el FMI, la persistente falta de claridad sobre sus términos, la indefinición respecto a la liberación del tipo de cambio y la pérdida del impulso bursátil observado configuran un escenario altamente incierto. En este contexto, se decide **neutralizar las acciones argentinas desde OW**.

CHINA: Se decide aumentar la exposición a acciones chinas y llevarlas a *overweight* desde *neutral*

En el caso del mercado accionario chino, es relevante resaltar los acontecimientos que anteceden al anuncio del *Liberation Day*. En la primera mitad de marzo, las acciones continuaron con el *momentum*, impulsadas por varios factores: la continuidad del impulso en el sector tecnológico desde DeepSeek, el anuncio del plan de atracción de inversión extranjera y la publicación de mejores datos económicos. Sin embargo, en la medida que se acercaba el anuncio sobre nuevos aranceles recíprocos, se comenzó a exacerbar la aversión al riesgo de los inversionistas. En este sentido, el presidente de China sostuvo encuentros con líderes empresariales, a quienes instó a colaborar estrechamente y a fortalecer la resiliencia de las cadenas de suministro. De esta manera, los fundamentos en las acciones chinas continuaban sólidos:

- (i) Las autoridades mantenían una postura pragmática frente a la tensión arancelaria, con respuestas moderadas. Si bien los riesgos asociados a un escenario de represalias no eran nulos, la continuidad del pragmatismo y los estímulos fiscales parecía más que compensar dicho riesgo. Esto, considerando el compromiso del gobierno por alcanzar el objetivo de crecimiento del 5.0% en 2025 establecido durante la Asamblea Nacional Popular, lo que obliga a mantener políticas de estímulo, especialmente orientadas al fortalecimiento de la demanda interna.
- (ii) Los indicadores económicos reflejan una mejoría respecto al mes anterior. Tanto el PMI manufacturero como el de servicios acentúan su posición en terreno expansivo durante marzo. A ello se sumaba una moderación en la caída del sector inmobiliario desde octubre a febrero. No obstante, las presiones deflacionarias de febrero no se han disipado.
- (iii) Aumentó el apetito por activos chinos. Durante el último mes, se registraron entradas netas de flujos de inversión al principal ETF del país, así como volvieron los flujos hacia fondos e ETFs, según datos de EFR. Paralelamente, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd*. Incluso, pese a los riesgos asociados a la disputa arancelaria, varios analistas revisaron al alza el precio objetivo para los principales índices bursátiles, reflejando un renovado optimismo en torno a los activos chinos.

En línea con lo anterior, durante marzo, las acciones chinas avanzaron USD 2.0%. Sin embargo, tras el anuncio del presidente Donald Trump sobre nuevos aranceles del 34%, el índice MSCI retrocedió un 14.2% desde el anuncio hasta el 7 de abril, borrando por completo las ganancias acumuladas en lo corrido del año. La corrección ha estado presionada

por una respuesta agresiva por parte de China, que aplicó la misma tasa arancelaria a productos estadounidenses a partir del 10 de abril y sumando medidas no arancelarias. La escalada llevó a que tanto EE.UU. como China impusieran nuevas tasas arancelarias adicionales de 71% y 50% respectivamente el 9 de abril. De esta manera, los aranceles suben a 125% para productos chinos y 84% para productos norteamericanos.

El recrudecimiento de la guerra comercial ha llevado a revisar a la baja las proyecciones de crecimiento económico de China, con un impacto esperado de entre 1 y 2.4 puntos porcentuales (pp.) sobre el PIB, antes del arancel de 71%. Este escenario abre espacio para un nuevo paquete de estímulos económicos. De hecho, las autoridades ya han manifestado su disposición a respaldar el mercado bursátil, mientras que el Banco Central se encamina a flexibilizar el tipo de cambio y mantener políticas de crédito orientadas a estabilizar la liquidez.

Considerando el conjunto de factores previo al *Liberation Day* y las represalias de parte de China; valorizaciones atractivas, flujos que vuelven, espacio para la continuidad de estímulos económicos, **se decide llevar a overweight las acciones chinas desde neutral.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral

Las economías de Asia EM ex China mantienen la volatilidad por los aranceles impuestos por Trump. La presión se concentra en Corea del Sur y Taiwán por incertidumbre política, comercial y geopolítica, afectando negativamente la percepción de los inversionistas. Por el contrario, en India ha resurgido el *momentum* accionario y su perfil defensivo en el contexto actual. Además, destacan valorizaciones 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 distintos fundamentos locales.

Durante marzo, el mercado accionario **indio** se posicionó como el gran ganador de la región. Las acciones indias subieron USD 9.2%, mientras que la rupia se apreció 2.4% respecto al dólar, reflejando el retorno del *momentum* accionario y reafirmando su perfil defensivo en un contexto global volátil. Si bien India no quedó exenta de las recientes medidas proteccionistas de EE.UU., que impuso un arancel de 26% a productos indios y podría afectar al 2.3% del PIB, las autoridades mantienen estable la proyección de crecimiento el año fiscal que comenzó en abril (FY25-26). Incluso, el escenario sugiere que India podría estar en una mejor situación relativa a sus pares, ya que sectores claves como el textil enfrentan una tasa menor que sus competidores regionales: Vietnam (46%), Tailandia (36%) y Bangladesh (37%). En un gesto de distensión hacia Washington, desde el 1 de abril se eliminó el impuesto de 6% sobre la publicidad en línea, tributo que había sido criticado por las autoridades estadounidenses. Asimismo, tras el anuncio del *Liberation Day*, el comunicado oficial se limitó a señalar que se analizarán los impactos económicos y se buscará impulsar un acuerdo comercial con EE.UU. durante 2025. A pesar de que el índice MSCI retrocede USD 4.6% en lo corrido del mes hasta el 7 de abril, destaca su resiliencia relativa en comparación con otros mercados emergentes. En cuanto a datos macroeconómicos, tanto el PMI manufacturero como el de servicios se mantienen en terreno expansivo durante marzo. Por el lado de la inflación, se espera que el registro de marzo permanezca cerca del objetivo de 4% del Banco Central. Ante este escenario, la autoridad monetaria bajó la tasa en 25 pbs. hasta 6.00%, destacando el incierto entorno global y cambiando su postura desde neutral a expansiva, en línea con las expectativas. Por último, las acciones indias transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, al mismo tiempo que los flujos de inversión retornan al principal ETF

durante el último mes. En el contexto valorizaciones atractivas, solidez macro, retorno de flujos y pragmatismo geopolítico, **se decide aumentar la exposición a overweight de acciones indias desde neutral.**

Las acciones **surcoreanas** han debido sortear un escenario marcado por la incertidumbre, tanto interna como externa. A nivel local, la tensión política comienza a disiparse luego de la decisión unánime del Tribunal Constitucional de destituir al presidente Yoon, lo que obliga a celebrar elecciones presidenciales dentro de los próximos 60 días, a contar del 4 de abril, fecha en que se oficializó su salida. De esta manera el gobierno interino fijó las elecciones para el 3 de junio del presente año. En el plano internacional, Corea del Sur enfrenta una tasa arancelaria del 26%, golpeando directamente su economía exportadora; sólo las exportaciones a EE.UU. representaron el 6.8% del PIB en 2024. Este entorno ha deteriorado las perspectivas de crecimiento económico para este año, corrigiéndose a la baja en 0.1pp. hasta 1.5%. No obstante, algunos analistas han sido más drásticos, bajado las proyecciones hasta un 0.7%, y advierten que aún existe espacio para mayores correcciones. En línea, el índice PMI de manufacturas retrocedió en marzo hasta 49.1 pts., profundizándose en terreno contractivo. No obstante, las exportaciones se recuperaron el mismo mes, creciendo 3.1% anual, impulsadas por el aumento de envíos de semiconductores. En cuanto a la inflación, esta se mantiene contenida y cercana al objetivo del Banco Central, registrando un 2.1% anual en marzo frente al 2% de meta, dando paso a recortes más agresivos por parte del Banco Central. En esta línea el mercado anticipa que la tasa podría bajar desde 2.75% actual hasta 1.50% a diciembre de este año. Por el lado accionario, el panorama se torna más desafiante. En marzo, el índice MSCI retrocedió USD 2.1%, quedando rezagado respecto a sus pares regionales. Asimismo, se observan salidas de flujos de inversión desde el principal ETF por 16% del AUM durante el último mes. No obstante, las valorizaciones de las acciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio histórico. Algunos agentes del mercado destacan que los riesgos ya estarían internalizados en los precios -bajo la lógica de “*sell the rumor, buy the news*”- dando espacio para una potencial recuperación. En el contexto de datos mixtos, valorizaciones atractivas, pero salida de flujos y alta incertidumbre interna y externa, **se decide mantener una posición neutral en acciones surcoreanas.**

Durante marzo las acciones **taiwanesas** registraron un *underperformance* dentro de Asia Emergente, siendo el gran perdedor y el índice MSCI cayó USD 11%, arrastrado por la corrección de acciones tecnológicas y principalmente por Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., que representa más del 50% del índice. En el ámbito comercial, los nuevos aranceles de Donald Trump afectaron a los productos taiwaneses con una tasa del 32%. Aunque los semiconductores quedaron excluidos de esta medida, el presidente ha dejado abierta la posibilidad de incluirlos en el futuro, manteniendo la incertidumbre hacia adelante. Pese a este entorno desafiante, y a que las exportaciones representan más del 60% del PIB, las proyecciones de crecimiento económico se mantienen estables en 3% según el consenso de mercado para este año, a diferencia de otras economías de la región que se han corregido a la baja. No obstante, se observan señales de enfriamiento económico: el índice PMI de manufacturas cayó a terreno contractivo en marzo (49.8 pts.), mientras que se espera que las exportaciones se desaceleren desde un 48% en febrero hasta un 14% anual en marzo. En cuanto a la inflación, esta se aceleró a 2.3% anual en marzo, sobre las expectativas. Por su parte, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 2.00% en la reunión de marzo y el mercado anticipa que se mantenga en ese nivel durante el año. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, aunque lucen más ajustadas en la razón P/U *trailing.* Además, se observa salida neta de flujos de inversión desde el principal ETF por 16% del AUM durante el último mes, reflejando el deterioro del apetito de los inversionistas por acciones taiwanesas. Algunos agentes del mercado destacan que el *derating* del mercado taiwanés se encuentra en una etapa temprana, mientras que hasta el 7 de abril las acciones han retrocedido USD 10.4%. Finalmente, respecto a las tensiones con China, estas han aumentado y el gigante asiático mantiene ejercicios militares en el estrecho, mientras que ha criticado el viaje de una

delegación taiwanesa a EE.UU. para abordar temas de seguridad. De esta forma se observa un deterioro económico, salidas de flujos y tensiones geopolíticas, por lo que **se decide llevar a una posición *underweight* las acciones de Taiwán desde neutral.**

Las acciones **indonesias** registraron sorpresivamente un *outperformance* respecto a sus pares en la región, rentando USD 4.8% en marzo, pese al aumento del riesgo a nivel país y el descontento de la ciudadanía. Por el lado político, se acentúa el riesgo en base a las políticas del presidente Prabowo. En lo más reciente el parlamento aprobó la enmienda que permite que funcionarios militares en servicio activo, puedan optar a cargos públicos en áreas fuera del alcance de seguridad nacional o militar, lo que ha aumentado el riesgo de autoritarismo. Por el lado económico, el índice PMI cae en marzo en comparación al mes previo y la inflación se recuperó de la caída a terreno negativo de febrero y en marzo registró 1.0% anual. El Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 5.75% en la reunión de marzo, señalando que es un nivel que se alinea con las proyecciones de inflación y estabilidad de la rupia, que se ha depreciado 3.1% en los últimos 3 meses respecto al dólar. Por otro lado, la economía se vio afectada por la imposición arancelaria de 32% a los productos enviados a EE.UU., a lo que el presidente Prabowo respondió declarando que buscará negociar con EE.UU. mediante la diplomacia y una relación comercial justa. 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, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja durante el último mes y se mantiene bajo pares emergentes. En este contexto de datos deteriorándose, utilidades bajo pares emergentes y ruido político interno, **se decide mantener el *underweight* en acciones indonesias.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** cayeron USD 3.7% en marzo y el índice PMI retrocedió a 49.9 pts. el mismo mes, en tanto la inflación de marzo se desaceleró hasta 0.8% anual. La política proyeccionista de EE.UU. alcanzó a la economía tailandesa con una tasa de 36% y el ministro de finanzas respondió señalando que se reducirán algunos impuestos a productos estadounidenses y buscará negociar con Washington. Por otro lado, las autoridades anunciaron la prohibición de ventas cortas para disminuir la volatilidad del mercado accionario. Por su parte, el mercado espera que el Banco Central baje la tasa de interés, ya que las perspectivas económicas se deterioran entre los efectos negativos de los aranceles y el terremoto de fines de marzo. Pasando al mercado, las acciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes se observa entrada neta de los flujos al principal ETF. De este modo, dada la incertidumbre local y externa y perspectivas económicas deterioradas, se decide **llevar a *underweight* las acciones tailandesas desde neutral.**

EMEA

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

Las relaciones bilaterales entre **Sudáfrica** y EE.UU. se mantienen deterioradas. El presidente Trump impuso aranceles del 30% a los productos sudafricanos, mientras que el apoyo financiero desde Washington permanece congelado. En el ámbito interno, la coalición gobernante enfrenta crecientes tensiones: el segundo partido más grande dentro de la alianza, el DA, rechazó el proyecto de ley presupuestaria al oponerse al aumento del IVA. Aun así, el Congreso Nacional Africano (CNA), partido mayoritario e impulsor de la ley, logró su aprobación con el respaldo de partidos pequeños. Pese a este panorama de incertidumbre tanto interna como externa, las acciones subieron USD 6.9% en marzo, mientras que el rand se apreció 2.0% frente al dólar, ambos impulsados por el desempeño del oro, cuyo precio en dólares subió 10% el mismo mes. En términos macroeconómicos, el PMI manufacturero repuntó en marzo respecto al mes anterior, aunque se mantuvo en terreno contractivo (48.7 pts.). Por su parte, la inflación de febrero se mantuvo estable en 3.2% anual y el

Banco Central decidió mantener la tasa de interés en 7.50% en la reunión de marzo. Asimismo, revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento. En el mercado accionario, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U *fwd*. y se observa salida neta de flujos de inversión desde el principal ETF durante el último mes. En el contexto de un entorno político y geopolítico desafiante, valorizaciones ajustadas, pero soporte por su relación con el oro se **decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** retrocedieron USD 4% en marzo, registrando un desempeño inferior frente a sus pares regionales, mientras que la lira se depreció 3.9% respecto al dólar. Este debilitamiento se vio presionado por el creciente deterioro del entorno político, tras el arresto del principal opositor del presidente Erdogan de cara a las elecciones presidenciales de 2028, bajo acusaciones de corrupción. El descontento ciudadano no tardó en manifestarse a través de protestas callejeras, a pesar de las restricciones impuestas por las autoridades. En respuesta a la volatilidad del mercado, tanto el ministro de Finanzas como el gobernador del Banco Central aseguraron que están comprometidos a tomar todas las medidas necesarias para estabilizar los mercados. En esa línea, el Banco Central elevó la tasa interbancaria desde 44% al 46% en una reunión de emergencia, al tiempo que mantuvo la tasa de política monetaria en 42.5%. En cuanto a datos macroeconómicos, el índice PMI profundizó su caída en terreno contractivo durante marzo (47.3 pts.). Por su parte, la inflación continuó moderándose durante marzo, aunque la reciente depreciación de la lira podría adicionar presiones inflacionarias. Pese a que las acciones transan con valorizaciones ajustadas, durante el último mes se observa entrada neta de flujos de inversión al principal ETF. Finalmente, en el ámbito internacional, Turquía se ve afectada por la política arancelaria de Trump con una tasa de 10% a todos los productos de origen turco. En un contexto de entrada de flujos, pero valorizaciones ajustadas e incertidumbre política, **se decide mantener en neutral las acciones turcas.**

Las perspectivas para la economía y el mercado **saudí** enfrentan crecientes desafíos. Altamente dependiente del petróleo, el país se ve afectado por el deterioro en las proyecciones para este *commodity*. El 3 de abril, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un incremento en la producción de 400,000 barriles diarios a partir de mayo, lo que incrementa la oferta global y presiona a la baja las expectativas de precios del crudo. A este escenario se suma una nueva barrera comercial: el expresidente Donald Trump impuso un arancel del 10% a productos saudíes, lo que complica aún más las perspectivas económicas y amenaza el avance de la estrategia de diversificación “Visión 2030”, profundamente ligada a los ingresos fiscales del petróleo. En cuanto a los datos macroeconómicos, el índice PMI retrocedió en marzo, aunque se mantiene en zona expansiva, mientras que la producción industrial continúa su tendencia a la baja iniciada en octubre del año pasado. Por su parte, el mercado accionario registró un *underperformance* respecto pares regionales y las acciones cayeron USD 0.3% en marzo. No obstante, las valorizaciones se mantienen atractivas y, durante el último mes, se han observado flujos de inversión positivos hacia el principal ETF. En el contexto de una economía dependiente del petróleo y perspectivas deterioradas, se **decide aumentar el *underweight* en acciones saudíes**, pese a transar con valorizaciones atractivas y entrada de flujos.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se mantiene el OW en *treasuries* de 2 años, el UW *treasuries* de 10 años y el neutral en TIPS, mientras que se modera el UW en 30 años

Durante marzo, las tasas de interés se movieron al alza y a la baja sin una tendencia clara, ante el elevado nivel de incertidumbre y volatilidad del mercado. Sin embargo, con la llegada de abril y el anuncio de aranceles recíprocos más

agresivos de lo que esperaba el mercado, los miedos de una recesión global aumentaron y llevaron al mercado a un 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. Finalmente, tras el reciente anuncio de Donald Trump que extiende el periodo de negociación de las tarifas recíprocas, los riesgos de una recesión disminuyen considerablemente y las tasas de interés ajustan al alza nuevamente.

Por el lado de datos económicos, la actividad económica en EE.UU. continúa mostrando señales de moderación, con las ventas minoristas y consumo personal de febrero creciendo por debajo de lo esperado. Sin embargo, el mercado laboral se mantiene resiliente, en marzo se crearon 228,000 empleos superando las expectativas, mientras que la tasa de desempleo aumentó a 4.2%. Por el lado de la inflación, el CPI febrero sorprendió a la baja desacelerándose a 2.8% anual, mientras que la inflación subyacente también cayó más de lo esperado a 3.1%. No obstante, el PCE de febrero mostró cierta sorpresa inflacionaria y el PCE subyacente se aceleró a 2.8% en doce meses. De igual manera, en el corto plazo se mantiene la incertidumbre sobre la trayectoria inflacionaria ante la falta de visibilidad en las políticas arancelarias del gobierno.

Por su parte, en la reunión de marzo el Banco de la Reserva Federal mantuvo la tasa de referencia estable en 4.50%, conservando el mensaje más *hawkish* de las últimas reuniones, advirtiendo de los posibles impactos que podrían tener las primeras políticas del nuevo gobierno de EE.UU. en el crecimiento económico y nivel de precios. De esta forma, actualizaron sus proyecciones económicas revisando a la baja su estimación de crecimiento para este año a 1.7%, aumentando las expectativas de desempleo a 4.4% y elevando su inflación esperada para final de año a 2.7%. Por su parte, el comité mantuvo sus estimaciones de 2 recortes de tasas el 2025, no obstante, el *dot plot* mostró cierta tendencia más *hawkish*. En cuanto al efecto de los aranceles en la inflación, inicialmente el Fed en su escenario base esperaba que estos tuvieran un impacto transitorio en la economía, sin embargo, tras el anuncio de los aranceles recíprocos, Jerome Powell, advirtió que estos podrían tener efectos permanentes.

Es así que, ante el aumento de los miedos recesivos, el mercado estimaba 4 recortes de tasas de 25 pbs. la segunda mitad de este año. Sin embargo, tras la extensión de 90 días del plazo de negociación para los aranceles con todos los países menos China, las tensiones comerciales disminuyen y el mercado vuelve a estimar 3 recortes de tasas este 2025. De esta manera, las tasas de interés vuelven a aumentar y el *treasury* de 10 años aumenta a 4.33% luego de alcanzar un mínimo de 3.86% tras los primeros anuncios del gobierno norteamericano, de igual manera, la tasa del *treasury* de 2 años aumenta a 3.91% luego de que el mercado eliminó un recorte de los precios. 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 139 pts., el mayor nivel desde octubre de 2023, 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 marzo llegando a niveles de 2.42% y 2.23% respectivamente, a medida que la inflación de febrero sorprendió a la baja moderando las negativas expectativas inflacionarias.

Dado lo anterior, a pesar de los ruidos en los mercados en el corto plazo si bien esperamos un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de EE.UU., no esperamos una recesión en el mediano plazo. Por otro lado, hacia adelante esperamos un aumento del ruido en cuanto al déficit fiscal estadounidense en la medida que el gobierno de Trump comienza a enfocarse en los recortes de impuestos. Es así que, se mantiene una posición corta en duración con respecto al *benchmark*, manteniendo el *OW* en *treasuries* de 2 años y el *UW* en *treasuries*

de 10 años, pero moderando el UW en treasuries de 30 años dada la elevada volatilidad de la parte larga de la curva. Por su parte, se mantiene el neutral en TIPS ante la incertidumbre inflacionaria de corto plazo producto de las políticas de Trump.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

Por el lado de Investment Grade, tras las reuniones de marzo, tanto el Banco de la Reserva Federal como el Banco Central Europeo se alinearon en mantener una postura *hawkish* respecto a la política monetaria, ante el elevado nivel de incertidumbre relacionado con la política comercial estadounidense y el impacto que podrían tener los aranceles en la lucha contra la inflación. Sin embargo, tras los anuncios de aranceles recíprocos por parte de Estados Unidos hacia el resto del mundo, el escenario global cambia radicalmente y las probabilidades de una desaceleración pronunciada en el crecimiento global aumentan sustancialmente. De este modo, los bancos centrales vuelven a un estado de alerta, no solo ante las renovadas presiones inflacionarias que podrían generar los aranceles, sino también por la creciente preocupación sobre la desaceleración económica y la posibilidad de que el mundo enfrente una nueva recesión. El escenario económico en Europa, que venía mostrando señales de mejora —con algunos países como Alemania implementando políticas fiscales expansivas para aumentar el gasto en defensa y fomentar el crecimiento económico— vuelve a depender de la evolución económica de Estados Unidos. Si el elevado ruido político derivado de las políticas económicas de Trump termina por interrumpir el comercio global, la recesión también impactaría a la Zona Euro. Así, ante el riesgo de una recesión global, los mercados de renta fija de ambas regiones vuelven a correlacionarse: las tasas de interés caen, al mismo tiempo que se expanden los spreads de los productos de crédito tanto en EE.UU. como en Europa.

En cuanto a *Investment Grade*, en marzo la clase de activo tuvo un desempeño de USD -0.4%, y aunque su mayor calidad crediticia dio cierta protección a la clase de activo, la ampliación de los spreads de la deuda corporativa terminó llevándolo a rentar negativo durante el mes. Por otro lado, ante el aumento de los riesgos globales la clase de activo aún mantiene atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 5.3% y una mayor calidad crediticia con respecto a otros activos. En cuanto a valorizaciones, a pesar de que observamos grandes correcciones el mes pasado, en el corto plazo creemos que hay 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*, durante marzo se profundizó el sentimiento de *risk off* de los mercados a medida que, aumentó la incertidumbre y tensiones globales a la espera de los anuncios de aranceles recíprocos del gobierno de Trump. Es así que, durante el mes, continuó la corrección de los mercados norteamericanos y los *spreads* de los activos de renta fija siguieron ampliándose y acercándose a sus promedios históricos, de manera que, la clase de activo presentó caídas de USD -0.9% durante marzo mostrando un *underperformance* con respecto del resto de la renta fija, que en general presentó rendimientos positivos. Con los anuncios del *Liberation Day* y la sorpresa de políticas arancelarias más agresivas por parte de EE.UU., los miedos recesivos se intensifican y los *spreads* vuelven ampliarse por sobre sus promedios históricos por primera vez desde finales del 2023.

Es así que, en abril, se profundizan las correcciones de mercado y *high yield* pierde atractivo dada la menor calidad crediticia en un entorno de desaceleración global. Por su parte, la clase de activo aun ofrece un *yield* elevado de 8.6% y la ampliación de *spreads* de los últimos meses da alivio a valorizaciones que nos parecían poco atractivas. Por otro lado,

a pesar de los crecientes miedos de recesión en los mercados y las señales de desaceleración que han mostrado datos tanto en actividad como en consumo, 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 corto-mediano plazo. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral Global HY.**

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

Durante marzo, las tasas del Tesoro americano no mostraron una tendencia clara dado el escenario cambiante e incierto generado por los anuncios de aranceles, y cerraron el mes en niveles similares a los de inicio de mes. Sin embargo, tras los anuncios tarifarios realizados por Trump el pasado 2 de abril, estas cayeron pronunciadamente en todos sus tramos los primeros días para luego tener movimientos opuestos, con la tasa de dos años cayendo mientras que la tasa de diez años rebotando, ampliando significativamente la pendiente de la curva. Las tasas del resto del mundo se han visto afectadas por esta alta volatilidad generada por la incertidumbre de las medidas tomadas por el presidente estadounidense, sin una tendencia clara. Durante el último mes, la deuda emergente soberana cayó al igual que la deuda soberana desarrollada, aunque en una magnitud mayor, mientras que la deuda emergente corporativa logró un *outperformance* respecto a su par desarrollado.

Por el lado de la deuda soberana emergente, la clase de activo acumuló un desempeño negativo de USD 0.8% en marzo, por debajo del desempeño, también negativo, de la deuda soberana desarrollada. En lo que va del mes, la caída se ha intensificado tras los anuncios de aranceles recíprocos. De esta forma, en este contexto impredecible y volátil, la clase de activo ha acumulado un desempeño negativo en lo corrido del año. La menor calidad crediticia y mayor duración de la categoría la hace más vulnerable a escenarios de alzas en las tasas globales, 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*. Durante el último mes, la clase de activo mantuvo un rendimiento marginalmente positivo, alcanzando un desempeño de USD 1.7% en lo corrido del año. Sin embargo, no ha logrado mantener esta *performnace* durante este inicio de mes, alineándose de esta forma a las pérdidas de los instrumentos de renta fija emergente. Por otro lado, aunque las expectativas del Fed se han vuelto cada vez más expansivas, los recortes se siguen concentrando en la segunda mitad del año, postergando de esta forma un eventual mejor desempeño de la clase de activo. Además, los *yields* que ofrecen estos instrumentos han ido disminuyendo durante el transcurso del año.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo obtuvo un desempeño marginalmente negativo el último mes, y estos primeros días de abril ha sido de los instrumentos más golpeados tras los anuncios de aranceles recíprocos. Sin embargo, si comparamos el rendimiento de estos activos con su símil desarrollado, vemos que logra un *outperformance* en lo corrido del año, durante marzo y en esta primera parte del mes. Además, luego de que los *spreads* se comprimieran hasta mínimos históricos, desde marzo han venido ampliándose con un alza bastante más pronunciada en Estados Unidos, ubicándose por sobre su promedio de cinco años mientras que los *spreads* emergentes se mantienen aún bajo este. En línea con esto, el diferencial entre los *spreads* emergentes y estadounidenses cae a niveles no vistos hace más de tres

años, mejorando el atractivo relativo de los instrumentos emergentes. De esta forma, se disminuye la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, si bien varias monedas emergentes aún mantienen una apreciación en lo corrido del año, la volatilidad actual ha provocado que, en la última parte de marzo y durante esta primera parte de abril, las monedas emergentes hayan experimentado una tendencia más depreciativa. Por otro lado, a pesar de este ciclo desfavorable para el dólar, su calidad de activo refugio puede impulsar un fortalecimiento de la divisa norteamericana y, en contraparte, generar 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*, se disminuye el *OW* en bonos corporativos *HY* y se mantiene la posición neutral en *local markets*.**

Exposición a Monedas | Abril 2025

Monedas	Bench.	Mar	Abr	OW/UW	Cambio	
USD	57.5%	58.8%	59.6%	OW 2.1%	0.8%	+
EUR	7.5%	7.0%	6.7%	UW -0.8%	-0.3%	-
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW -0.5%	0.0%	-
JPY	2.5%	2.5%	2.4%	UW -0.1%	-0.1%	-
GEMs	31.0%	30.7%	30.3%	UW -0.7%	-0.4%	-
	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 lleva a *OW* las posiciones en yenes y euros, y se neutraliza la sobreponderación en dólares, disminuyendo también el *UW* en monedas emergentes.

Resultados TAACo Global | Marzo 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%	50%	0%	-2.1%	-1.04%	-1.02%	0.0	1.4
Renta Fija	50%	46%	-4%	0.2%	0.11%	0.11%	-4.6	0.7
Caja	0%	4%	4%	0.3%	0.0%	0.01%	5.1	
Oro	0%	0%	0%	9.9%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						0.12%	11.7	
Portafolio					-0.93%	-0.78%	12.2	2.1
Outperformance / Underperformance (bps)								14.3
Europe ex UK	14.0%	13.0%	-1.0%	-0.9%	-0.13%	-0.12%	-1.2	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	1.1%	0.01%	0.01%	0.0	
UK	3.0%	2.0%	-1.0%	0.7%	0.02%	0.01%	-2.8	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	-9.1%	-1.54%	-1.54%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	16.0%	1.0%	-2.2%	-0.33%	-0.35%	-0.1	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-6.4%	-0.26%	-0.26%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	-0.7%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Desarrollados	59.0%	58.0%	-1.0%	-3.8%	-2.26%	-2.28%	-4.1	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	4.8%	0.24%	0.29%	6.9	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	0.0%	5.0%	0.05%	0.05%	0.0	
China	10.0%	10.0%	0.0%	2.0%	0.20%	0.20%	0.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	-1.3%	-0.26%	-0.26%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-0.9%	-0.04%	-0.04%	0.0	
Emergentes	41.0%	42.0%	1.0%	0.4%	0.18%	0.23%	6.9	
Equities					-2.08%	-2.05%	2.8	
Treasuries 2Y	5.9%	7.0%	1.1%	0.5%	0.03%	0.03%	0.3	
Treasuries 10Y	12.4%	11.4%	-1.0%	0.2%	0.03%	0.03%	0.0	
Treasuries 30Y	7.2%	6.5%	-0.7%	-1.4%	-0.10%	-0.09%	1.1	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.6%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	0.6%	0.15%	0.15%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Deuda Desarrollados	60.1%	59.5%	-0.6%	0.2%	0.12%	0.13%	1.4	
EMBI	10.8%	10.4%	-0.4%	-0.8%	-0.08%	-0.08%	0.4	
EM Corporate IG	3.3%	3.3%	0.0%	0.2%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	4.8%	5.8%	1.0%	0.0%	0.00%	0.00%	-0.2	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	0.9%	0.18%	0.18%	0.0	
Deuda Emergente	39.9%	40.5%	0.6%	0.3%	0.11%	0.11%	0.2	
Fixed Income					0.22%	0.24%	1.6	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de marzo de 2025

En marzo el TAACo optó por una posición neutral en acciones (50%), mantuvo la subexposición en bonos (46%) y aumentó la sobreexposición en caja (4%). Al 31 de marzo la cartera tuvo una pérdida mensual de 0.8%, mostrando un *outperformance* con respecto al *benchmark* (-0.9%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** sumó valor; aun cuando la posición corta en renta fija restó valor, más que compensaron la sobreponderación de la caja y la cobertura de monedas. La **selección de instrumentos** también fue positiva: generó ganancias la sobreponderación en acciones de América Latina, mientras que los otros desvíos del *benchmark* en el portafolio accionario restaron valor. Por otro lado, las posiciones largas en bonos del Tesoro norteamericano de 2 años y corta en papeles de 10 y 30 años sumaron valor.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-0.8%	1.7%	5.1%	2.7%	7.1%	4.1%	5.1%	10.4%
Benchmark	-0.9%	1.7%	5.6%	2.6%	6.0%	3.5%	3.8%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	14	-2	-42	10	103	59	123	
Acciones	-2.0%	0.5%	5.7%	3.7%	11.4%	5.2%	3.9%	15.2%
Benchmark	-2.1%	0.7%	6.1%	4.1%	11.2%	5.2%	3.5%	15.1%
Europe ex UK	-0.9%	10.3%	2.4%	4.7%	10.6%	3.7%	3.1%	18.6%
Europe Small Cap ex UK	1.1%	8.3%	1.1%	-1.8%	9.9%	4.7%	6.8%	21.9%
UK	0.7%	9.7%	14.4%	7.6%	14.2%	4.7%	4.8%	16.6%
US Large Cap Growth	-9.1%	-11.2%	8.9%	9.6%	20.3%	15.4%	--	21.3%
US Large Cap Value	-2.2%	4.0%	8.4%	6.4%	14.5%	8.5%	--	15.0%
US Small Caps	-6.4%	-7.8%	-2.6%	1.6%	15.3%	7.3%	8.7%	21.8%
Japan	-0.7%	-0.6%	-4.1%	3.1%	6.7%	3.2%	1.9%	14.9%
Desarrollados	-4.5%	-1.8%	7.0%	7.6%	16.1%	9.5%	6.9%	15.8%
LatAm	4.8%	12.7%	-13.6%	-1.9%	11.7%	2.7%	7.1%	25.5%
LatAm Small Cap	5.0%	12.8%	-21.8%	-8.2%	6.2%	-1.0%	5.1%	27.0%
China	2.0%	15.0%	40.4%	3.5%	1.5%	2.5%	7.8%	28.3%
EM Asia ex China	-1.3%	-5.8%	-3.7%	1.1%	13.3%	6.1%	--	18.3%
EM Asia Small Cap	-0.9%	-8.0%	-2.3%	1.9%	16.2%	5.2%	8.7%	16.3%
EM Europe and Middle East	2.1%	7.1%	8.9%	-2.5%	4.5%	-2.2%	2.5%	16.1%
Emergentes	0.6%	2.9%	8.1%	0.9%	8.4%	3.5%	7.7%	15.8%
Renta fija	0.2%	2.7%	5.0%	1.2%	1.3%	1.9%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.2%	2.7%	5.0%	0.9%	0.8%	1.6%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.5%	1.6%	5.1%	2.3%	0.8%	1.3%	2.3%	1.9%
Treasuries 10Y	0.2%	4.0%	3.9%	-1.9%	-3.5%	0.2%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-1.4%	4.4%	-0.1%	-9.9%	-10.3%	-1.7%	3.9%	15.5%
US Tips	0.6%	4.2%	6.2%	0.1%	2.4%	2.5%	4.4%	6.3%
Global Corporate IG	0.6%	2.8%	4.8%	0.8%	1.5%	2.0%	4.3%	8.6%
Global Corporate HY	-0.2%	2.0%	7.9%	4.7%	6.7%	4.5%	6.8%	8.2%
Deuda Desarrollados [1]	0.2%	3.1%	4.2%	-0.2%	0.0%			
EMBI	-0.8%	2.2%	6.8%	3.4%	3.5%	3.2%	6.8%	9.7%
EM Corporate IG	0.2%	2.5%	6.4%	3.1%	2.2%	2.8%	--	5.8%
EM Corporate HY	0.0%	2.5%	9.5%	5.8%	5.3%	5.0%	--	8.4%
EM Local Markets	0.9%	1.8%	4.3%	1.4%	3.3%	1.8%	--	7.6%
Deuda Emergentes [1]	0.3%	2.1%	5.9%	2.8%	0.0%			
Caja	0.3%	1.0%	5.0%	4.3%	2.6%	1.9%	1.6%	0.7%
Oro	9.9%	19.4%	40.7%	17.1%	14.1%	10.1%	10.9%	14.9%

* 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.