

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Sept	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-3.1%	-3.2%	2.9%	10.9%	0.8%	2.1%	3.1%	4.7%	10.1%
Benchmark	-3.1%	-3.2%	3.2%	11.5%	-1.0%	1.3%	2.3%	3.4%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	4	-1	-28	-65	183	81	80	133	
Acciones	-3.6%	-3.3%	6.2%	16.7%	3.2%	2.8%	4.0%	3.3%	14.8%
Benchmark	-3.7%	-3.3%	6.4%	17.6%	3.0%	2.7%	3.9%	2.8%	14.7%
Renta Fija	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.1%	-4.5%	-0.1%	0.8%	3.9%	6.2%
Benchmark	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.5%	-5.2%	-0.6%	0.4%	3.3%	6.2%
Caja	0.5%	1.3%	3.7%	4.6%	1.7%	1.7%	1.1%	1.4%	0.5%
Oro	-3.7%	-2.2%	3.1%	11.9%	-0.3%	9.5%	3.5%	9.1%	14.2%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados al 30 de septiembre de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

¿Tasas, dónde van? 1

Asignación de activos 3

Resultados TAACo Global
septiembre 2023 17

Desempeño histórico 17

¿Tasas, dónde van?

Las tasas de interés están en niveles máximos de más de quince años (2007), antes de la gran crisis financiera de 2008-2009, a partir de la cual bajaron y se mantuvieron en mínimos históricos, hasta hoy. Durante ese tiempo, el fenómeno de la inflación prácticamente desapareció del escenario global, pero hoy está de vuelta y las tasas de interés presionadas al alza. Jerome Powell, presidente del Fed, está decidido a vencer la inflación y no dar señales de tregua que pueda hacer resurgir brotes de ésta.

La última vez que el Fed de Estados Unidos se vio en una situación similar (un aumento de la tasa del bono del Tesoro a 10 años de 0.51% en 2020 a 4.8% en estos días) fue a fines de los 70s; hace más de cuatro décadas y en un mundo muy diferente, lo que hace a las proyecciones y planteamiento de perspectivas un enorme desafío.

Lo anterior ha dado paso a que el valor de las acciones relativo a los bonos (premio por riesgo) llegue a su mínimo desde principios de los 2000s.

Hasta el momento el ajuste monetario no ha producido daño proporcional a la magnitud de las alzas de las tasas de interés en la economía estadounidense. Los efectos de la política monetaria son rezagados, pero en esta ocasión, la resiliencia en la actividad ha sido destacada: especialmente en los indicadores de empleo, consumo y sector servicios. E incluso si se considera el resto del mundo, a pesar de que los indicadores PMI de manufactura (indicador de expansión o contracción para los próximos 6-12 meses) registran deterioro con niveles contractivos (menos de 50 pts.) desde principios de este año, aquellos del sector servicios se han mantenido en terreno cómodamente expansivo hasta julio. En agosto se vio el deterioro sólo para Europa, pero, en septiembre el movimiento generalizado en las economías desarrolladas ha sido hacia una actividad en servicios pasando de un estado expansivo al límite de la neutralidad.

Aún son incipientes los signos de debilidad que podrían dar paso a que las tasas de interés comiencen a bajar. A las señales del sector servicios se suma una fuerte caída en la demanda por

Tasas de interés
llegaron a máximos
desde 2007

Escenario de ajuste
por inflación sólo
comparable al de
fines de los 70s. Fed
decidido a no dar
tregua

Efectos del ajuste
acotados hasta el
momento

Hay ciertas señales
de deterioro, pero

créditos industriales y comerciales, y niveles muy ajustados en los estándares crediticios para el sector corporativo. Mientras que en el mercado inmobiliario la asequibilidad de compra de una vivienda (*housing affordability*) llegó a mínimos desde la crisis de 2008 y las tasas hipotecarias a máximos desde los niveles previos a dicho evento.

también de
resiliencia

Por otro lado, para lo que queda del año en Estados Unidos se entra en períodos de posibles huelgas, reanudación de pagos de créditos universitarios y la discusión del presupuesto que, de no llegar a acuerdo, podría generar un *shutdown* -cierre de gobierno-.

Un último trimestre
"ruidoso"

Por el lado de China la crisis inmobiliaria, la desconfianza de inversionistas extranjeros y a nivel local de los consumidores, la dificultad para la recuperación económica -a pesar de los estímulos- sigue siendo un viento en contra para la segunda economía del mundo y con consecuencias globales, entre ellas el impacto en demanda y precios de las materias primas.

No existe ajuste
"indoloro" ... queda
por ver cuándo y
cuánto

Prevalecen factores que podrían seguir presionando las tasas de interés al alza, aunque es de esperar que la economía norteamericana siga viendo graduales señales de deterioro en la actividad. Precisamente la gradualidad del ajuste en este ciclo ha hecho que se materialice el escenario de tasas de interés altas por más tiempo, y con ello disminuyen las probabilidades de un *soft landing* o aterrizaje suave de la economía y aumentan las de una recesión.

El mercado refleja
desconcierto y
temor:
correlaciones
positivas entre las
clases de activos

Es muy difícil lograr el enfriamiento de la economía y vencer a la inflación sin generar "dolor". Dónde y cuándo se va a manifestar esta vez es complicado de predecir, pues vemos en el mercado un dominio de lo técnico por sobre lo fundamental, lo que hace compleja la asignación de activos. Reflejo de ello es que las casas de estudios independientes muestren una falta de convicción o cambios rápidos en su postura y asignación de activos.

La transición hacia el mínimo del ciclo de desaceleración/recesión está siendo compleja, vuelven las correlaciones positivas entre clases de activos, en un entorno de aún alta inflación. El mercado está ansioso y desconcertado. Ello producto de la escasa claridad de cuándo le "pegará" a la economía el ajuste y se incorporará en los niveles de actividad, dando espacio a tasas de interés más bajas.

Estamos en un
escenario en que la
caja luce atractiva
relativo a acciones y
renta fija

Por su parte, las utilidades corporativas van a seguir presionadas porque la economía tiene que ceder y también está el impacto negativo del mayor costo de financiamiento por las tasas de interés más altas. A pesar de las caídas en los mercados accionarios del mes pasado, éstas no fueron de magnitud que refleje lo que ha pasado con los bonos y las tasas de interés, por lo que no se ha generado aún un punto de entrada evidente.

Los altos niveles de tasas de interés convierten la caja y renta fija en un lógico destino en la asignación de activos, por lo que este mes se toma una posición en caja a costa de acciones y bonos, que quedan sub ponderados equilibradamente.

Dentro de renta
variable se favorece
a mercados
emergentes

En acciones se favorece aquellas de mercados emergentes en los que las valorizaciones son más atractivas, la inflación está cediendo más rápidamente y el ciclo de expansión monetaria ya está en curso.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | OCTUBRE 2023

TAACo Global	Bench.	Septiembre	Octubre	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0% -
Renta Fija	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0% -
Caja			10%	OW	10.0%	10.0% +
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.0%	UW	-2.5%	
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N		
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
Mercados desarrollados	56.0%	52.8%	52.8%	UW	-3.2%	
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%	
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	16.6%	OW	1.0%	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	6.1%	UW	-0.8%	
Mercados emergentes	44.0%	47.2%	47.2%	OW	3.2%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	5.5%	UW	-0.5%	-0.5% -
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N		
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	7.1%	OW	0.5%	0.5% +
US Tips	2.8%	1.5%	1.5%	UW	-1.3%	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	27.5%	OW	1.0%	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	3.3%	UW	-1.0%	
Deuda desarrollados	57.7%	56.4%	56.4%	UW	-1.3%	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	5.9%	OW	0.9%	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
Deuda emergente	42.3%	43.6%	43.6%	OW	1.3%	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

OW caja, 45% acciones y bonos

[Se mantiene posicionamiento acciones: OW mercados emergentes relativo a desarrollados, OW LatAm, Asia EM ex China y Japón](#)

[En renta fija se lleva a OW treasuries 30Y y UW 5 años. Se mantiene OW emergentes](#)

RENTA VARIABLE

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

El *momentum* económico mejora, aunque se mantiene negativo. Si bien los datos son menos malos y el índice de sorpresa económica mantiene una tendencia al alza, éste sigue en terreno negativo. Los indicadores de confianza retroceden (económica, industrial, de servicios, Sentix de inversionistas y de consumidores). Los indicadores líderes PMIs de manufacturas y servicios se ubican en terreno contractivo (bajo los 50 pts., umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes seis a doce meses). El consumo se mantiene deprimido (las ventas minoristas se han contraído los últimos 10 meses en términos interanuales), al igual que la producción industrial.

En su más reciente actualización de perspectivas económicas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) corrigió a la baja el crecimiento esperado para este y el próximo año hasta 0.7% y 1.2% respectivamente. Alemania destaca por la contracción que tendrá este año (-0.5%) y el recorte que sufren sus estimaciones de crecimiento para este y el próximo año. El país se ha visto afectado por su vínculo comercial con China, que no ha logrado generar tracción en su reapertura post pandemia.

A nivel agregado, la inflación mantiene una senda de convergencia y sorprendió en septiembre al caer más de lo esperado y ubicarse en 4.3% anual (5.2% en agosto); la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como alimentos y combustibles- también bajó más de lo esperado y registró 4.5% anual. En línea con una inflación que cede y una economía que se enfría, el Banco Central Europeo (BCE) habría realizado su último aumento de tasas de interés de este ciclo en la reunión de septiembre. De esta forma, el sistema de tasas de interés se mantendría estable hasta mediados del próximo año, cuando se estima comiencen los recortes.

La decisión del Fed en su reunión de septiembre, que fue interpretada como un *higher for longer* -tasas más altas por un tiempo más largo- llevó a un alza de tasas generalizado a nivel global. A pesar de que en Europa ya habrían terminado las alzas de tasas, la curva de éstas en el último mes experimentó un *bear steepening* – alzas que son más pronunciadas en la parte larga de la curva-, acoplándose al movimiento de la curva de tasas de bonos del Tesoro americano. Como referencia, al 11 de octubre la tasa del Bund alemán a 2 años cayó en el margen en el último mes para ubicarse en 2.99% y la de 10 años subió en torno a 15 puntos base (pbs.) hasta 2.76%.

En este clima de deterioro de las perspectivas y tasas más elevadas, septiembre extendió las pérdidas. El Stoxx 50 cayó 5.2% (en USD), peor que las acciones estadounidenses y japonesas. El sector corporativo se mantiene débil, se estima que las utilidades crezcan 2.6% en 2023, dato que es corregido levemente a la baja en el último mes. En 2024 crecerían 7.7%, lo que se compara negativamente respecto a pares desarrollados. El rezago de los últimos meses sigue aliviando las valorizaciones. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares desarrollados. Esta última más de dos desviaciones estándar bajo el promedio.

Deterioro en las perspectivas económicas, alta dependencia comercial de China -que no logra generar tracción-, débil *momentum* corporativo, constantes salidas de flujos (por 30va semana consecutiva salen flujos de fondos e ETFs) **nos llevan a mantener la posición *underweight*** con el fin de financiar posiciones donde vemos mayor potencial de apreciación.

REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight*

A pesar de lo atractivo de las valorizaciones, el alto *dividend yield* (~4.3%) y que ya habríamos llegado al fin del ajuste monetario, se mantiene una posición corta en acciones británicas debido a la falta de convicción en una recuperación sostenida del país, pérdida de dinamismo económico, una libra esterlina que se ha fortalecido -comprimiendo los ingresos del sector exportador-, y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs.

El índice de sorpresa económica se mantiene marginalmente positivo. PMIs tanto de manufacturas como servicios retroceden en septiembre y se ubican en 44.3 y 49.3 pts. respectivamente. A pesar de que la tasa de desempleo ha subido y en septiembre se aceleró la destrucción de empleos, el mercado laboral se mantiene estrecho (tasa de desempleo en 4.3% en julio, similar a prepandemia) mientras el consumo no ha logrado revertir la tendencia a la baja debido a lo alto de la inflación, que presiona el poder de compra de los hogares (las ventas minoristas completan 17 meses consecutivos de contracción en términos interanuales). Acorde con el deterioro económico, el FMI recortó la proyección de crecimiento para el próximo año desde 1% a 0.6%, la mitad del crecimiento estimado para la Euro Zona.

Por su parte, sorpresivamente la inflación de agosto se desaceleró más de lo esperado (6.7% anual en la medida *headline* y 6.2% en la subyacente) dando a un respiro al Banco Inglaterra, que mantuvo en 5.25% la tasa de referencia en su última

reunión a pesar de esperarse un alza de 25 pbs. De esta forma, el mercado estima que habríamos llegado a un fin del ajuste monetario restrictivo, con un mercado dividido acerca de una nueva alza dependiendo de la evolución de los datos. Además, no se vislumbran recortes hasta fines de 2024; con el objetivo de asegurar la convergencia hacia la meta de inflación la política monetaria se mantendría restrictiva por tiempo prolongado. A diferencia del resto de países desarrollados, la curva de tasas retrocedió desde niveles elevados con un *bull steepening* (caídas más pronunciadas en la parte corta de la curva). Así, la tasa a 2 años cayó 30 pbs. hasta 4.53% y la de 10 años en torno a 15 pbs. hasta 4.33%.

Por otro lado, el *momentum* mejora en el margen. Las utilidades se contraerían en torno a 6% en 2023 y crecerían 5% el próximo año -datos que se corrigen al alza en el último mes-. A pesar de ello, el crecimiento de utilidades para ambos años se compara negativamente a pares europeos. El índice accionario se caracteriza por una generación de ingresos más internacional que doméstica, de esta forma queda expuesto en gran medida a un mundo que se desacelera.

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

El *momentum* económico se mantiene positivo, la economía resiliente y la inflación cede lentamente. Este escenario llevó al Fed en su reunión de septiembre a mantener la tasa de referencia en 5.5% y elevar sus perspectivas de crecimiento para este y el próximo año hasta 2.1% y 1.5% respectivamente (misma estimación que actualizó el FMI).

El mercado laboral se mantiene estrecho con una tasa de desempleo en 3.8% y una creación de empleo que superó ampliamente las expectativas al agregar 336 mil empleos no agrícolas vs. los 170 mil esperados. Los salarios subieron 4.2% interanual, levemente bajo el mes anterior, pero con el riesgo de que los sindicatos mantengan las presiones salariales a través de la extensión de las huelgas, que hasta el momento afectan al sector automotriz y de salud. El consumo se ha mantenido resiliente, y tanto ventas minoristas como gasto personal han superado las expectativas. No obstante, se han observado aumentos en los incobrables de créditos bancarios y tarjetas, además la reanudación de los pagos de créditos universitarios, pospuestos en pandemia, podrían afectar el consumo en los meses venideros. En línea, tanto PMIs como ISMs de servicios y manufacturas se mantienen en torno a los 50 pts., sin clara tendencia de hacia dónde se moverán ambos sectores en los siguientes meses.

Respecto a la inflación, por efectos de base de comparación se aceleró en agosto a 3.7% en doce meses desde 3.2%, con la medida subyacente cediendo desde 4.7% a 4.3% anual. De esta forma, el Fed decidió en septiembre mantener la tasa de referencia en línea con lo estimado, en lo que de acuerdo con el mercado sería la última alza del ciclo contractivo. Además, se siguen moderando las expectativas de flexibilización del ajuste monetario y ahora se esperan 3 recortes en 2024 comenzando entre mayo y junio (desde 5 recortes iniciando en marzo hace dos meses). De esta forma, en línea con el mercado, esperamos que las tasas se mantengan en niveles elevados por un tiempo prolongado, lo que nos lleva a disminuir la duración a través de dar más exposición a caja.

En tal escenario de tasas más elevadas, durante septiembre la curva de tasas de interés extendió el *bear steepening*, con alzas mayores en la parte larga de la curva y la tasa a 10 años llegó a 4.88% a inicios de octubre, nivel no visto desde 2007. No obstante, la curva se ha mantenido volátil debido a que las tasas se han visto presionadas a la baja en los últimos días por comentarios más *dovish* por parte de miembros del Fed, así como por la búsqueda de refugio gatillada por el conflicto entre Israel y Hamás. Actualmente (11 de octubre) la tasa a 10 años se ubica en 4.57%, casi 30 pbs. más alta que hace un mes, mientras la de 2 años se mantuvo sin variación en 4.99%.

Con la confirmación de Jerome Powell de tasas más altas por tiempo prolongado se vieron en septiembre pérdidas generalizadas tanto en acciones como en bonos. Septiembre profundizó las pérdidas de agosto llevando a las acciones estadounidenses a caer por segundo mes consecutivo (S&P500 -4.9%).

Respecto al sector corporativo, se mantiene la estimación de utilidades para 2023 y 2024 en torno a 2.3% y 12.2% respectivamente. Las utilidades habrían tocado un piso en el segundo trimestre cuando se contrajeron casi 6% anual y crecerían casi 5% en el 3er trimestre para continuar acelerándose el próximo año.

Con las pérdidas de los últimos meses las valorizaciones se han aliviado. Las acciones del S&P500 transan a una razón P/U *fwd.* en torno 20 veces, en línea con el promedio de 5 años, mientras las acciones de estilo *growth* cotizan también a niveles justos y las *value*, más aliviadas (una desviación estándar bajo el promedio a cinco años). Mientras, las *small caps* poseen mayor atractivo transando bajo el promedio y con rezago, pero con una alta volatilidad implícita.

Por su parte, la política ha vuelto a ser un tema relevante. Durante septiembre se discutió en el Congreso la aprobación del presupuesto del año fiscal 2024 sin grandes avances, poniendo al gobierno al borde del cierre de funciones. Finalmente, el 30 de septiembre se logró un acuerdo provisional para extender la discusión hasta el 17 de noviembre, evitando el *shutdown*, no obstante, el acuerdo le costó el cargo al republicano vocero de la Cámara de Representantes, Kevin McCarthy. En búsqueda de un nuevo vocero, se hace cada vez más probable la elección de un republicano más radical que dificulte un acuerdo en noviembre con lo que ha aumentado la probabilidad de un *shutdown*.

Vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, elevada volatilidad de las tasas de interés y factores que afectarían el crecimiento del último trimestre (huelgas, presión en el consumo, probable *shutdown*) pero contrarrestado por valorizaciones más aliviadas, incipientes señales de mejoras en las estimaciones de utilidades y entradas de flujos (principalmente a *large cap*), nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral.**

JAPÓN: Se mantiene la sobreexposición en acciones japonesas

Durante septiembre las acciones japonesas se acoplaron a la caída de las acciones globales, sin embargo, la tesis de inversión se mantiene. La economía gana tracción, el *momentum* económico es positivo y se diferencia del resto de los desarrollados con perspectivas que mejoran. El FMI elevó la perspectiva de crecimiento para este año desde 1.4% a 2%. A pesar de que los indicadores líderes PMI tanto de manufacturas como servicios se deterioran en septiembre, el consumo, la producción industrial y las exportaciones logran superar las expectativas en el último mes.

Respecto a política monetaria, la reunión de política monetaria de septiembre se realizó sin novedades. Se mantuvo sin variación el sistema de tasas de interés y sin cambios la política de control de la curva (YCC por su sigla en inglés). La curva de tasas se acopló a las alzas globales, con la tasa soberana a 10 años llegando a 0.82%, nivel no visto en una década. De esta forma, el Banco de Japón anunció un aumento de su programa de compra de bonos para contener el alza de las tasas de interés.

La inflación se desaceleró a 3.2% interanual en agosto (por 17vo mes sobre la meta) y la medida subyacente se mantuvo en 4.3%, en lo que estaría siendo el *peak* de este ciclo. La inflación convergería a la meta de 2% a mediados del próximo año y el mercado estima que se termine la política expansiva a inicios del próximo año para asegurar la convergencia de la inflación.

A pesar de la subida de tasas de interés, el amplio diferencial de tasas con EE.UU. ha continuado presionando la depreciación del yen (2.6% en septiembre), siendo una de las monedas más depreciadas dentro de países desarrollados en lo corrido del año (~12%). La pérdida de valor de la moneda ha dado un impulso a la competitividad del sector exportador (las exportaciones fueron ~17% del PIB en 2022). Según Morgan Stanley el 47% de los ingresos de las

compañías japonesas listadas en el país se genera fuera de éste – comparado con 29% en EE.UU. y 26% en emergentes-. Destacando que el 18% de los ingresos se genera en EE.UU., donde la economía ha sorprendido positivamente por su resiliencia.

Luego de un rally en el inicio del año, las acciones japonesas pierden *momentum* en los últimos 3 meses y se alivian en el margen las valorizaciones. Tanto la razón P/U *fwd.* en términos absolutos como relativo a pares desarrollados transan en levemente bajo sus promedios de 5 años. Por su parte, las utilidades crecerían este año 7.9%, dato que es corregido al alza en el último mes, y es de los más altos de países desarrollados; en 2024 crecerían 8%, levemente bajo pares desarrollados. Con el retorno del optimismo en el país, se observan entradas netas de flujos a fondos e ETFs tanto en el último mes como en lo corrido del año.

Así, se decide **mantener el *overweight* la posición en acciones japonesas**. La decisión se sustenta en el buen *momentum* económico y corporativo, rezago en desempeño, valorizaciones más aliviadas, entrada de flujos y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: OW América Latina y Asia EM ex China, UW EMEA y neutral China

Septiembre fue un mes negativo para los mercados a nivel global, con el alza de tasas que arrastraron tanto retornos de las acciones como bonos. Los países emergentes no fueron la excepción, sin embargo, lograron exhibir caídas más acotadas que sus pares desarrollados, a diferencia de periodos pasados. Así, si bien en China los datos macroeconómicos dejaron de decepcionar en su totalidad, la crisis inmobiliaria se ha seguido exacerbando. Por su parte, Asia Emergente ex China logró caídas acotadas de los mercados, apoyadas por un desempeño positivo de India. En América Latina, una serie de países exhibieron un desempeño defensivo, en un mes marcado por la continuación de la depreciación de sus monedas. Por último, en EMEA, se mantienen las presiones inflacionarias en algunos países, en un contexto de precios del petróleo más elevados pero que en lo que va de octubre se revierten parcialmente.

Al difícil escenario para los mercados de septiembre se suma el conflicto en Medio Oriente entre Israel y el Hamás. Este último ha realizado diversos ataques contra civiles en suelo israelita, que han incluido secuestros y asesinatos, a lo que Israel ha respondido con ataques que se concentran en la Franja de Gaza. El mundo occidental ha apoyado abiertamente a Israel y el posible escalamiento del conflicto impactó en los mercados, aunque de forma acotada. Si bien ninguno de los dos protagonistas del enfrentamiento son grandes exportadores de petróleo, sus vecinos de Medio Oriente producen en torno a un tercio de la oferta mundial, lo que llevó al crudo a saltar más de un 4.0% el primer día hábil posterior a los ataques. Si bien aún es muy pronto para evaluar el rumbo que seguirán los enfrentamientos, sin duda tendrá un impacto en los mercados, monedas y especialmente en precios de *commodities*, a los que países emergentes muestran una especial sensibilidad.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

La región fue defensiva en septiembre en un contexto de apreciación del dólar a nivel global y un aumento en las tasas de interés. En México y Brasil, la actividad ha venido sorprendiendo y las proyecciones de crecimiento se corrigen al alza. Por su parte, en Perú y Colombia el escenario político se ha tensado, con protestas aisladas. En Chile, continúa la discusión de la constitución, mientras que en Argentina la atención se ha centrado en los debates presidenciales. Por su parte, los bancos centrales de Chile y Brasil han continuado con sus recortes de tasa de referencia, a los que se unió Perú. A su vez, el alza del precio del petróleo golpeó los términos de intercambio de los países importadores netos, pero se ha revertido parcialmente en lo que va del mes. Las valorizaciones de la región continúan atractivas, en términos absolutos y respecto a pares emergentes. En este contexto, se decide **mantener la *sobreexposición* en Latinoamérica**.

En **Brasil**, en el ámbito político ha continuado la discusión legislativa respecto de las medidas para elevar la recaudación fiscal, en tanto el mercado descarta la posibilidad de que el gobierno alcance la meta de balance primario igual a 0% del PIB para 2024. La discusión avanza y una eventual sorpresa al alza del crecimiento proyectado del próximo año derivaría en una mayor recaudación que llevaría a alcanzar el límite inferior del rango de la meta fiscal, pero bajo el equilibrio. Por su parte, el Banco Mundial revisó al alza las perspectivas de crecimiento para este año, al igual que el FMI, que en su actualización de octubre proyecta que Brasil crezca un 3.1% este año y 1.5% el próximo, elevando ambas estimaciones. Esto, en un contexto en que la actividad continuó creciendo en julio y la tasa de desempleo de agosto siguió a la baja, ubicándose en 7.8% dando cuenta de un mercado laboral ajustado, con una creación de empleo formal que superó las expectativas del mercado y alcanzó los 220 mil nuevos puestos de trabajo. La inflación de septiembre se aceleró hasta 5.2% anual, saliendo del rango meta y presionada por mayores precios de transporte. Sin embargo, el Banco Central ya comenzó con los recortes de tasa Selic, pero la expectativa para el nivel al cierre de año se ajustó al alza hasta alrededor de un 10%, considerando los factores que en el corto plazo podrían sesgar la inflación al alza. Por su parte, el PMI de manufacturas pasó a terreno contractivo en septiembre, principalmente producto de las ventas y la producción, pero las perspectivas económicas son positivas. A su vez, las valorizaciones se mantienen descontadas, transando bajo promedios históricos (tanto P/U *fwd.* como Precio/Valor Libro, P/VL). Por otro lado, las proyecciones de utilidad para el próximo año se corrigen fuertemente al alza en el último mes y continúan las entradas de flujos al principal ETF del país en el último mes. En este contexto, se mantiene el **OW en acciones brasileñas**.

La actividad económica de **México** continúa resiliente y el índice de actividad económica se expandió 3.2% anual en julio. Por su parte, los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero continúan en terreno de expansión en septiembre, destacando este último que se aceleró hasta 53.3 pts. Por su parte, la inflación de septiembre continúa a la baja, hasta 4.5% anual, en tanto la subyacente es más pegajosa, presionada por el sector de servicios. Esto ha llevado a que el mercado retrase las expectativas de comienzo del ciclo de recortes de tasa de referencia de Banxico a febrero del próximo año, manteniendo estable el diferencial de tasas con el Fed. Así, en su reunión de septiembre decidió mantener la tasa de referencia en 11.25%, en línea con lo esperado por el mercado. Las cifras de agosto del mercado laboral continúan mostrando resiliencia, en tanto la tasa de desempleo de agosto bajó hasta 3.0% y en septiembre se crearon más de 132 mil empleos formales. Con todo, el FMI revisó al alza las proyecciones de crecimiento tanto para este como el próximo año en 0.6 puntos porcentuales (pp.) cada una, hasta 3.2% y 2.1% respectivamente. Con respecto a política, el gobierno propuso un proyecto de presupuesto que se aleja un poco de la disciplina fiscal que había mostrado hasta ahora el presidente AMLO, ya que proyecta ingresos bajando 1.8% el próximo año y gastos aumentando en 4.3%, llevando a la deuda a niveles de 48.8% del PIB. Si bien a nivel global todavía es un stock acotado, el mercado ha declarado ciertas preocupaciones respecto de la sostenibilidad en el largo plazo. Por su parte, ya está internalizado que Claudia Sheinbaum, candidata del oficialismo, será la próxima presidenta de México, sin embargo, entre noviembre y diciembre se conocerán las propuestas de campaña de cada participante. Con respecto a las variables de mercado, las valorizaciones se mantienen descontadas con tanto P/U *fwd.* como P/VL transando casi 1 desv. estándar bajo sus promedios históricos. Por su parte, se proyectan utilidades creciendo casi un 20% este año y 4.0% el próximo, en línea con el mejor crecimiento económico proyectado. Por el lado de los flujos de inversión, en el último mes se observaron salidas netas por ~9% del ETF más representativo, en línea con un menor apetito por riesgo del mercado. Así, las perspectivas económicas para México se mantienen positivas, las valorizaciones atractivas y el soporte estructural del *nearshoring* permitirá que la desaceleración sea menos pronunciada que en el resto del mundo, llevándonos a **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

La actividad de **Chile** decepcionó en agosto y el IMACEC se contrajo 0.9% interanual, presionado por el sector no minero que presentó caídas más pronunciadas. El deterioro económico continúa, pero ya habría tocado mínimos, en tanto el cuarto trimestre volveríamos a observar datos de actividad positivos. Las expectativas de crecimiento económico se

consolidan en terreno negativo y el FMI proyecta que este año el PIB de Chile se contraiga 0.5% y el próximo se expandirá 1.6%. Aun con estos magros datos de actividad, han aparecido nuevos focos de presiones inflacionarias en el margen, como la depreciación del peso chileno, de la mano de una apreciación del dólar a nivel global, un menor precio del cobre, la acumulación de reservas del Banco Central y un mayor precio del petróleo, del que Chile es importador neto. Sin embargo, la presidenta del Banco Central ha declarado que el alza del dólar solo tendría un impacto a corto plazo en la inflación. En este contexto, el mercado sigue confiando en una inflación que converge y cerraría 2023 en 4.2% anual, proyección que se ha ajustado levemente al alza, tras el dato de septiembre que sorprendió al alza y se desaceleró hasta 5.1% en doce meses (sin volátiles 6.6% anual). De esta forma las expectativas apuntan a que el Banco Central continúe con el ritmo de recortes de tasa de política monetaria (TPM) y la baja en 75 pbs. en cada una de las dos reuniones que quedan en lo que resta del año y cierre 2023 en 8.0%. En el plano político, culminó el trabajo del consejo constituyente y la propuesta de nueva constitución volvió a la comisión experta, que inicialmente tenía 5 días corridos para ingresar enmiendas, a lo cual han solicitado una prórroga de 14 horas, por lo difícil que ha sido llegar a acuerdos. Luego, tendrán un día para votar indicaciones. Posteriormente, el pleno del Consejo deberá aprobar las enmiendas por una votación mínima de 3/5. Si alguna enmienda no logra dicha aprobación ni es rechazada por 2/3 del pleno irá a una comisión mixta, instancia que podría evitarse considerando que sumando los partidos de derecha alcanzan los 3/5. La propuesta final debe entregarse el 7 de noviembre y el 17 de diciembre se realizará el plebiscito de carácter obligatorio, en el que los ciudadanos deben votar o “a favor” o “en contra” del nuevo texto. Si bien las encuestas de los meses anteriores le entregaban un claro triunfo a la opción “en contra”, en lo más reciente la opción “a favor” ha tomado más fuerza. Con respecto a las variables de mercado, las valorizaciones continúan atractivas, transando en torno a 1 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años, tanto P/U *fwd.* como P/VL. Las proyecciones de utilidades se corrigen levemente a la baja, pero los reportes corporativos de los próximos trimestres entregarían cifras más positivas. En este contexto, los precios de las acciones chilenas incorporan un escenario bastante negativo, en el que cualquier sorpresa de carácter económico o político sería un potencial riesgo al alza. Así, en un entorno global complejo, en el que el mercado prevé que continuarán los recortes de TPM, la convergencia de la inflación, se disipa parte de la incertidumbre política y valorizaciones atractivas, **se mantiene la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia** la inflación continuó moderándose, pero a un ritmo más lento, bajando hasta 11.0% anual en septiembre (10.9% el registro subyacente), a lo que el Banco Central respondió manteniendo la tasa de referencia en 13.25% en su última reunión y en línea con lo esperado por el mercado. En este contexto, las expectativas para el comienzo del ciclo de recortes se retrasaron a diciembre, en un contexto de inflación pegajosa por precios de alimentos que siguen sin bajar del doble dígito con el agravante de la consolidación del Fenómeno del Niño durante la última parte del año. El *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de septiembre se mantuvo en terreno contractivo (47.8 pts.), aunque sobre el registro anterior. El peso colombiano se apreció ligeramente durante septiembre impulsado por menor ruido político y la expectativa de la derrota del partido de gobierno por voto de castigo durante las próximas elecciones regionales el 29 de octubre. En ese sentido, se observa que el presidente Gustavo Petro continúa perdiendo capital político mientras que los partidos tradicionales se fortalecen. Así, el presidente convocó a marchas el 27 de septiembre para continuar presionando el avance de su programa de reformas sociales. No obstante, las marchas observaron una asistencia bastante inferior a lo proyectado por el gobierno. Respecto al avance de las reformas principales: Laboral, Salud y Pensión, únicamente destaca el avance de la reforma de Salud, una de las más polémicas, en tanto la Cámara de Representantes aprobó en segundo debate el primer bloque de artículos (55 de 143). En todo caso, la reforma continúa recibiendo amplias críticas desde diversos ministerios y vicios de inconstitucionalidad, incrementando el riesgo de que sea ‘tumbada’ tanto por la Corte Constitucional o por el Senado. Respecto a las reformas Laborales y Previsional, continúan esperando aprobación para el primer y segundo debate en Cámara de Representantes, respectivamente. Respecto a las variables de mercado, Colombia sigue transando a un descuento histórico, con más de 1 desv. estándar

bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL). A su vez, las utilidades siguen siendo revisadas a la baja para este y el próximo año, ahora apuntando a una contracción para 2024 en línea con el bajo crecimiento esperado para el país. En resumen, en un contexto de menor riesgo político, valorizaciones atractivas, pero mayor incertidumbre y menor actividad, **se mantiene la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** la actividad económica de julio decepcionó al mercado y se contrajo un 1.3% anual. Esta menor actividad ha apoyado una pronunciada desaceleración de la inflación que se ubicó en septiembre en 5.0% en doce meses, permitiendo que el Banco Central continúe con su ciclo de recortes. Así, en sus reuniones de septiembre y octubre, el Banco Central recortó la tasa de referencia en 25 pbs. en cada ocasión, llevándola a 7.25%, y se espera mantenga este ritmo de recortes en las dos reuniones que quedan del año. El fenómeno del niño ha sido particularmente dañino para la economía peruana y en particular para el sector pesquero, llevando al FMI a corregir a la baja sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año hasta 1.1% y 2.7% respectivamente. Por el lado político, se mantiene como escenario base que tanto la presidenta Dina Boluarte como el actual Congreso continúen en sus funciones hasta 2026. A su vez, a pesar de la desaprobación presidencial en torno al 80%, la situación política se mantiene estable. En lo más reciente, el gobierno anunció un acuerdo en torno a los contenidos del proyecto de reforma previsional, que se ingresará al Congreso. Dentro de los principales pilares se contempla una pensión mínima de 600 soles (~USD 158). Con respecto a las valorizaciones, tanto la P/U *fwd.* como P/VL transan ~0.5 desviaciones estándar bajo sus promedios de 5 años. Por el lado de las proyecciones de utilidades, en el último mes se corrigen a la baja tanto para este año como para el próximo. De esta forma, en un contexto de estabilidad política, valorizaciones bajo promedios históricos y utilidades y proyecciones de crecimiento que se corrigen a la baja, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

La publicación de datos de **Argentina** continuó mostrando caídas y en julio la actividad se contrajo 1.3% anual, aunque mejor al retroceso estimado de 3.8% por el mercado. Así, la economía se contrae por cuarto mes consecutivo, lo que llevó al FMI a recortar las proyecciones de crecimiento para este año, proyectando una caída del PIB de 2.5%, mientras que el próximo año crecería un 2.8%. En lo que resta del año continuará el deterioro económico, acentuado por un tipo de cambio que se deprecia a pasos acelerados y el dólar blue superó los ARS 1,000 por dólar en los primeros días de octubre. Esto también ha presionado la inflación, que en agosto se aceleró hasta 124.4% anual, creciendo a una tasa de 12.4% con respecto a julio. Las proyecciones apuntan a niveles de inflación de ~180% en doce meses al cierre del año y si bien el Banco Central no se reunió en septiembre, la tasa de referencia (Leliq) se encuentra en 118%, aun sugiriendo tasas reales negativas, a diferencia de sus pares emergentes. Con respecto a las elecciones presidenciales, se realizaron dos debates con miras a la elección de primera vuelta a realizarse el 22 de octubre. Si bien en estas instancias no hubo claros triunfadores, las últimas encuestas siguen favoreciendo más al candidato libertario Javier Milei, e incluso algunas lo dan como ganador en primera vuelta. Con esto, el escenario macroeconómico se mantiene incierto y será más inestable en lo que queda del mes y durante noviembre, mes en el que se realizaría el balotaje en caso de ser necesario. En este escenario, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

Durante septiembre continuó complicándose el panorama del sector inmobiliario, y se conocieron noticias de importantes desarrolladoras a punto de caer en default. Entre ellas destaca Evergrande, que enfrentará un juicio a fines de octubre en Hong Kong respecto de la petición de liquidación. A su vez, Country Garden señaló que espera caer en default y no podrá pagar sus obligaciones *offshore*, incluyendo bonos en dólares. Por último, y entre otros, China SCE, otra importante desarrolladora, solicitó la pausa de las transacciones de sus bonos denominados en dólares, en tanto enfrenta una importante crisis de liquidez. En este contexto, Moody's anunció que está revisando la clasificación crediticia de dos importantes participantes del mercado. Por el lado político, y con la intención de atraer flujos de inversión extranjeros en

medio de una crisis de confianza, el gobierno estaría considerando relajar la restricción de inversionistas extranjeros de ser dueños de más de 30% de la capitalización bursátil de empresas *onshore*. A su vez, el presidente Xi Jinping se reunió con una delegación de congresistas estadounidenses, intentando aliviar las tensiones con miras a una posible reunión entre los mandatarios de ambos países. En lo más reciente, y dadas las cifras económicas que se comentan en el párrafo siguiente, el gobierno chino sugirió nuevos estímulos económicos que permitirían trasgredir la meta de déficit fiscal de 3% del PIB para este año, emitiendo deuda adicional por en torno a USD 137 mil millones para gastos en infraestructura. Lo anterior, si bien apunta a cumplir la meta de crecimiento de 5.0% para este año, solo quedan unos pocos meses y deteriora aún más la posición fiscal, considerando el elevado nivel de deuda con el que cuenta China.

El *momentum* económico mejora, la producción industrial y ventas minoristas de agosto que se expandieron 4.5% y 4.6% interanual respectivamente, ambas sobre las expectativas. Sin embargo, los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios (Caixin) de septiembre se ubicaron en 50.6 y 50.2 pts. respectivamente, ambos en torno a terreno neutral y bajo lo esperado por el mercado, destacando la pronunciada desaceleración del sector servicios. Por el lado de la inflación, en agosto anotó un 0.1% anual y se espera en septiembre avance 0.2% en doce meses, mientras que la subyacente se ubicó en 0.8%. Los registros de inflación continúan casi nulos, y el Banco Central mantuvo las tasas preferenciales de préstamos a 1 y 5 años en la reunión de septiembre, en 3.45% y 4.20% respectivamente, luego de haber recortado la de 1 año en agosto. No obstante, recortó el ratio de requerimiento de reservas en septiembre en 25 pbs. por segunda vez en el año, intentando aumentar la capacidad de préstamo de los bancos y facilitar el estímulo fiscal, especialmente la emisión de bonos locales. Con todo esto, las proyecciones de crecimiento de China se han venido corrigiendo a la baja y el FMI espera que la economía se expanda 5.0% en 2023 y 4.2% en 2024, ambas proyecciones recortadas desde 5.2% y 4.5% respectivamente. En el informe, el organismo internacional destaca la decepción de sus cifras económicas, el riesgo latente que significa una profundización de la crisis del sector inmobiliario y preocupaciones en torno a la estabilidad financiera. Así, se menciona la importancia de restaurar la confianza y de cambiar su modelo de crecimiento económico que actualmente está basado en un sector inmobiliario que se expande gracias al crédito.

A pesar del deterioro en las perspectivas de crecimiento, se debe reconocer lo atractivo que lucen las valorizaciones, con la razón P/U *fwd*. transando 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años, mientras que la métrica de P/VL tiene un mayor descuento. Por el lado de las proyecciones de utilidades, se espera crezcan a dos dígitos tanto este como el próximo año, y las de 2024 se corrigen al alza en el último mes. Con respecto a los flujos de inversión, el principal ETF del país muestra salidas netas en el último mes y los inversionistas extranjeros continuaron durante septiembre con la venta de acciones *onshore*. De esta forma se decide **mantener la posición neutral en acciones chinas**, considerando cifras económicas que decepcionan, una crisis inmobiliaria que se profundiza, pero un gobierno que pareciera estar ad-ports de anunciar nuevos estímulos que podrían reestablecer la confianza e impactar positivamente en el mercado.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight*

En Asia Emergente, hay países que destacan por su resiliencia macroeconómica, en los que, a diferencia del resto del mundo, el *momentum* se fortalece. Por su parte, la política muestra señales de estabilización en la región y los bancos centrales han detenido el ajuste monetario. Las monedas han sido más estables que en las otras regiones, ayudadas en algunos casos por intervenciones de las autoridades. Así, en un contexto de elevada incertidumbre global, se decide tomar una sobreexposición en mercados que han demostrado ser más defensivos y con mayor resiliencia económica.

Se decide mantener en *overweight* las acciones indias. En la pasada reunión del G20, India logró consolidar una importante posición geopolítica entre los miembros en diversos temas, destacando la importancia y beneficios del *friendshoring*, que consiste en el traslado de centros de producción norteamericanos y aliados desde China a otros países.

Por otro lado, durante el mes aparecieron tensiones geopolíticas con Canadá, debido a la muerte de un activista Sij en territorio canadiense, a lo que el primer ministro canadiense Justin Trudeau, instó a investigar la posible participación del gobierno indio. Sin embargo, esta disputa no ha impactado al mercado hasta ahora, y su importancia debiera ir disminuyendo. Por su parte, se mantiene el *momentum* económico, el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 57.5 y 61.0 pts. respectivamente. Además, el FMI proyecta un crecimiento del PIB de 6.3% para este y el próximo año. Con respecto a los precios, la inflación de agosto cayó a 6.8% en doce meses, presionada por el efecto de la debilidad de los monzones que impactan en los precios de alimentos y la producción agrícola. En la reunión de política monetaria de agosto, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50% y se espera que los recortes comiencen durante el primer trimestre del próximo año. Por el lado de las valorizaciones, éstas suelen transar sobre promedios históricos, encontrándose marginalmente sobre la media de 5 años (P/U *fwd.*). A su vez, las acciones indias transan con un premio con respecto a emergentes, producto de sus robustos fundamentos corporativos y económicos. Dicho premio se ubica bajo el promedio histórico, luciendo atractivo. Por el lado de las proyecciones de utilidades, India destaca entre sus pares emergentes, con un crecimiento de utilidades a dos dígitos tanto para este año, como para el próximo.

Se mantiene en neutral las acciones surcoreanas. La actividad económica en Corea del Sur aún no despegó, y el PMI de manufacturas de septiembre se mantuvo en torno a los 50 pts., en terreno neutral. La inflación en septiembre se aceleró levemente hasta 3.7% anual, con un mercado laboral que continúa ajustado. Sin embargo, durante septiembre el Banco Central no realizó reunión de política monetaria, manteniéndose así la tasa de referencia, mientras que el mercado espera que los recortes comiencen antes de fin de año. Por el lado del sector de semiconductores, las noticias son más alentadoras y las exportaciones de éstos cayeron en septiembre 13.6% anual, lo que se compara positivamente con la caída de meses previos (20.6% y 33.3% dos meses previos). A la vez que Samsung sorprendió con caídas de sus ganancias menores a las esperadas, señalando que el mercado de semiconductores ya habría tocado fondo. A su vez, Samsung y Hynix serán eximidos de las restricciones de exportación de semiconductores a China de forma indefinida por parte de EE.UU. Por su parte, las valorizaciones transan sobre sus promedios históricos, sugiriendo que los precios de las acciones internalizan la mejora en utilidades de los próximos periodos. En este contexto, la proyección de utilidades para 2024 se corrige al alza en el último mes, periodo en el cual también se observan entradas netas de flujos al principal ETF del país.

Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán. Las acciones taiwanesas cayeron USD 3.1% durante septiembre, en línea con el negativo desempeño de los mercados globales, sumado a la apreciación del dólar. El *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de agosto se ubicó en 44.3 pts., siendo el peor dentro de los países de Asia Emergente. A diferencia del resto del mundo, Taiwán no enfrenta mayores presiones inflacionarias, aunque la inflación de septiembre fue 2.9% anual, acelerándose con respecto a agosto, mientras que la subyacente anotó 2.5% en doce meses. En línea con una inflación controlada, el Banco Central en su reunión de política monetaria de septiembre decidió mantener la tasa de referencia, en tanto el mercado proyecta que se mantendrá en esos niveles al menos hasta el primer trimestre del próximo año. Las órdenes de exportación de agosto retrocedieron 15.7% en doce meses, destacando que se desaceleran las caídas de productos electrónicos, que engloban los semiconductores, principal exportación de Taiwán. Con esto, la economía taiwanesa ya habría superado el piso del ciclo económico. Las acciones taiwanesas lucen caras con una razón P/U *fwd.* sobre el promedio de 5 años. Sin embargo, la proyección de utilidades se corrige al alza para este año y el próximo en el último mes.

Se mantiene el *overweight* en Indonesia. La economía muestra un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas se encuentra en terreno expansivo, alcanzando los 52.3 pts. en septiembre. A su vez, los precios de dos de sus principales exportaciones variaron en sentido contrario, el del carbón subió durante septiembre, mientras que el aceite de palma

cayó cerca de 6%. A su vez, la inflación se encuentra dentro del rango objetivo del Banco Central (2.3% anual en septiembre) llevando al Banco Central a mantener la tasa de referencia en 5.75% y las medidas para la estabilidad de la rupia (la rupia se depreció un 1.5% en septiembre). Las valorizaciones lucen atractivas, encontrándose por debajo de su promedio histórico (tanto P/U *fwd.* como P/VL). Finalmente, la política continúa estable y con un enfoque promercado y, buscando atraer inversión extranjera. Por el lado de **Tailandia se mantiene el *underweight***. El primer ministro Srettha Thavisin, busca incentivar la inversión extranjera y realizará diversas visitas a regiones vecinas durante octubre para atraer inversionistas. Por otro lado, continúa el deterioro económico y el PMI de manufacturas se mantiene en terreno contractivo en septiembre, alcanzando 47.8 pts., mínimo de seis meses. A su vez, por el lado de los precios, la inflación de septiembre se situó en 0.3% en doce meses, mientras que en su última reunión de política monetaria el Banco Central mantuvo una postura contractiva aumentando sorpresivamente la tasa en 25 pbs. hasta 2.50%, desacoplándose del sesgo neutral de la región, en tanto el mercado espera que los recortes comiencen a fines de este año. Por su parte, las valorizaciones se encuentran levemente bajo el promedio de 5 años, pero las proyecciones de utilidad para este año continúan con estimaciones negativas y se corrigen a la baja para 2024 en el último mes.

EMEA: se mantiene el *underweight*

La región mantiene desequilibrios macroeconómicos en algunos países, con inflaciones de dos dígitos, junto con alta dependencia de algunos *commodities* intrínsecamente ligados a la demanda china y a los conflictos en Medio Oriente. Dentro de estos se encuentra el petróleo, que exhibió un *momentum* positivo en septiembre, y podría seguir en este camino debido al conflicto que estalló en lo más reciente, además de los recortes de producción del crudo por parte de la OPEP+. A pesar de esto, **se decide mantener el *UW* la posición en EMEA.**

El FMI corrigió al alza el crecimiento de **Sudáfrica** para este y el próximo año hasta 0.9% y 1.8% (desde 0.3% y 1.7% en julio respectivamente), por una menor intensidad de cortes en el suministro eléctrico en el segundo trimestre de 2023. El rand sudafricano se depreció en septiembre 0.2%, presionando el mercado accionario que cayó USD 4.4%. El PMI de manufacturas se encuentra cerca de terreno neutral en 49.9 pts., por debajo del nivel de agosto, pero mejor que los meses anteriores. Por el lado de la inflación, continúa controlada ubicándose en agosto en 4.8% en doce meses, al igual que el registro subyacente. En este contexto el Banco Central en su última reunión mantuvo la tasa de interés en 8.25%, en línea con lo esperado por el mercado, mientras que se espera que continúe en el nivel actual al menos durante el resto del año. Las tensiones geopolíticas en Medio Oriente podrían seguir presionando el precio *commodities* impactando positivamente a la economía debido a su carácter exportador, sin embargo, podría elevar las presiones inflacionarias. Por el lado de los cortes de suministro eléctrico, a partir del 2 de octubre, Eskom removerá 2,000 megavatios del sistema, conocido como cortes de suministro nivel 2, pasando desde cortes de nivel 6 en septiembre, mostrando una mejora sostenida, así como una demanda menor a la anticipada. Respecto a las valorizaciones, las acciones sudafricanas transan en torno a sus promedios de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de utilidades para este y el próximo año se siguen corrigiendo a la baja. En este contexto, **se neutraliza la posición en acciones sudafricanas, desde *UW*.**

En **Turquía**, la actividad económica sigue entregando señales de debilidad y el PMI de manufacturas de septiembre se ubicó en 49.6pts. La inflación en dicho mes continuó acelerándose y registró 61.5% anual alcanzando su mayor nivel en lo que va del año, en tanto la medida subyacente también se aceleró hasta 68.9% en doce meses, sobre las expectativas. Con esto, las proyecciones sitúan el *peak* de la inflación en el segundo trimestre de 2024 cerca 71% anual, y esperan que en diciembre de dicho año se ubique en torno a 41%. Esto obliga al Banco Central a continuar con su ajuste de política monetaria que lo llevó a elevar su tasa de referencia en 500 pbs. en su reunión de septiembre hasta 30.0%. Por el lado político, sorprendió la postura del presidente turco Recep Tayyip Erdogan, apoyando una política monetaria estricta para reducir la inflación, contrario a sus comentarios en el pasado denotando a las tasas de interés como “madres y padres de

todos los males". A su vez, se han intensificado los ataques en el conflicto armado contra el grupo militar del partido de los trabajadores de Kurdistán (PKK) -grupo separatista y terrorista según Turquía, EE.UU. y la Unión Europea-. Pese a que el conflicto lleva años, durante la primera semana de octubre EE.UU. derribó un dron turco armado, siendo la primera vez que se implementa tal medida. Por el lado de las valorizaciones, estas siguen transando levemente sobre sus promedios de 5 años. Por su parte, las proyecciones de utilidades son negativas para este año, mientras que positivas para el próximo, corrigiéndose al alza para ambos periodos. En resumen, se exacerbaban las presiones inflacionarias, el Banco Central mantiene su sesgo contractivo, la economía se deteriora y las valorizaciones lucen ajustadas, por lo que se decide **mantener la posición UW en acciones turcas.**

Aumenta la posición UW que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). El *momentum* económico continúa deteriorado, y los PMIs de manufacturas de los tres países se mantienen en terreno contractivo. A su vez, la inflación de Hungría sigue en dos dígitos, mientras que en Polonia la inflación cede y el Banco Central continúa con recortes de tasas. En este país, el 15 de octubre se llevarán a cabo las elecciones parlamentarias, donde se elegirán los miembros del Sejm -la cámara baja del parlamento- y el Senado. En base a las encuestas, se espera que la derecha permanezca en el poder. Las valorizaciones continúan atractivas, pero el deteriorado *momentum* económico, el retraso en el ciclo monetario con respecto al resto de emergentes y su elevada correlación con Europa Occidental -donde las perspectivas son negativas- nos lleva a aumentar la subexposición en acciones de economías C3.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se aceleró en septiembre hasta 57.2 pts., en terreno de amplia expansión. La inflación cayó hasta 2.0% anual en agosto, bajo pares de la región y manteniendo la ausencia de presiones inflacionarias. Esta economía altamente dependiente del petróleo mantiene desde julio un recorte de producción de 1 millón de barriles diarios. Según lo acordado en la última reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), ese recorte duraría hasta finales de diciembre, sin embargo, están sujetos a revisión mensual, al mismo tiempo la OPEP prevé un aumento continuo de la demanda de petróleo hasta 2045. A su vez, estarían trabajando en conjunto con China para desarrollar un sistema de inteligencia artificial. Por otro lado, el gobierno pidió el cese inmediato del conflicto entre Israel y el grupo palestino Hamás, además de recalcar sobre los peligros de una explosión de la situación como resultado de la ocupación continua y la privación al pueblo palestino de sus derechos. Hechos que ocurren justo en medio de las conversaciones para un acuerdo de paz entre Arabia Saudita e Israel, las cuales se han visto congeladas, pero que Estados Unidos busca presionar para que se retomen. Por otro lado, las valorizaciones transan en torno a promedios históricos y las proyecciones de utilidades en el último mes se corrigen a la baja para este año y el próximo. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, con perspectivas que se vuelven algo más positivas para el precio del petróleo en el corto plazo y valorizaciones ajustadas, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se toma una posición *underweight* en *treasuries* de 5 años, *neutral* en 10 y *overweight* en 30 años, manteniendo *underweight* en TIPS

En septiembre volvió la incertidumbre y la volatilidad al mercado de renta fija y observamos un nuevo *selloff* – venta masiva- de bonos del tesoro americano impulsando las tasas a niveles máximos del ciclo actual. Si bien existen múltiples factores afectando las tasas hacia un alza, un primer ajuste se dio tras la reunión del Fed de septiembre en donde las nuevas proyecciones aumentaban el crecimiento esperado para este y el próximo año, mientras que disminuían los recortes de tasas esperados para 2024 alineándose con el escenario de *no landing*, generando aumentos en la parte corta de la curva. Posteriormente el ajuste se extendió a la parte larga de la curva producto de la creciente preocupación por la situación fiscal en Estados Unidos, el aumento de la tasa de interés neutral, datos económicos fuertes y un mercado

laboral que se mantiene resiliente al ajuste monetario. De esta manera, la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanzó un máximo de 4.88%, el mayor nivel desde el 2007, mientras que la de tasa de 2 años llegó a 5.17%, generando así una disminución de la inversión de la curva producto del mayor aumento en las tasas largas. Por su parte, el alto nivel de incertidumbre mantiene al mercado dividido con respecto al rumbo de las tasas con algunos participantes esperando que el bono de 10 años supere el 5%, mientras que otros esperan que vuelva a niveles de 4%. En cuanto al Fed, según las proyecciones del comité de septiembre para la tasa de referencia, quedaría un alza adicional de 25 pbs. alcanzando así un nivel de 5.75%. Sin embargo, con las condiciones más restrictivas producto de los aumentos de tasas podría no efectuarse esta última alza, en línea con la expectativa del mercado y los comentarios de algunos miembros del Fed. 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 el último mes producto de los grandes movimientos en las tasas, alcanzando un nivel máximo de 141 pts. durante esta semana. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se expandieron durante el mes en línea con las presiones inflacionarias causadas por el alza del petróleo. Sin embargo, vuelven a moderarse y caen a niveles de 1.9% y 2.3% respectivamente, implicando que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). De esta manera, en un contexto actual de alta incertidumbre respecto a qué nivel pueden llegar las tasas en el corto y mediano plazo **se opta por utilizar una estrategia *barbell* aumentando la exposición a caja debido al atractivo de las tasas cortas, mientras que se toma una posición corta en el bono de 5 años y se lleva a *overweight* la parte más larga mediante el bono de 30 años, observando una mayor dislocación en esta parte de la curva. Por su parte se mantiene el *UW* en TIPS observando que los *breakevens* ya se ajustan a las presiones del petróleo.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el *OW*

En septiembre finalmente observamos cómo el Fed y el BCE comienzan a tomar distintos caminos y las políticas monetarias empiezan a alinearse al escenario económico de cada región. Mientras que el Fed se mantiene firme en su mensaje *higher for longer* esperando realizar una última alza como respuesta a la resiliencia de la economía y la posibilidad del *softlanding*, el BCE en su última reunión señaló una pausa aparentemente definitiva al ajuste monetario ante el fuerte deterioro de la actividad y una recesión cada vez más cercana. Sin embargo, esta divergencia de mensajes tuvo poca relevancia y las tasas globales se acoplaron al *selloff* de los *treasuries* generando desempeños negativos en los activos de renta fija a nivel global. Por su parte *Investment Grade* recupera atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgos no materializados. Por otro lado, a pesar de la alta incertidumbre con respecto a las tasas, los elevados niveles alcanzados durante septiembre parecen haber escapado de los fundamentos macroeconómicos y es probable una corrección a la baja durante los próximos meses. Dado lo anterior, se mantiene el ***OW* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el *UW*

Por el lado de *high yield*, la clase de activo se había mostrado más resiliente a las alzas de tasas y continuamente se veía beneficiada por la creciente probabilidad de un *no landing* en EE.UU. Sin embargo, a pesar de que algunos datos económicos se mantienen fuertes, con el aumento de riesgo geopolítico a nivel global y con el ajuste del sobreoptimismo del mercado al escenario económico, los *spreads* de HY se ajustan al alza y sobrepasan nuevamente sus promedios históricos. En este contexto, si bien la clase de activo ofrece un nivel de *yield* bastante atractivo (9.2%), la menor calidad crediticia frente a eventos de riesgo como el conflicto entre Israel y Hamás, junto con el riesgo de un deterioro de las condiciones económicas por sobre las expectativas podría llevar a nuevos ajustes tanto en defaults como en *spreads*. Dado lo anterior se mantiene el ***underweight* en *Global HY*.**

DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY y el neutral en soberanos IG. Se mantiene el *overweight* en bonos corporativos y *local markets*

Durante septiembre se mantuvo la correlación positiva entre las tasas de países emergentes y desarrollados, y las tasas de interés globales se mueven en conjunto con las tasas estadounidenses. De esta manera, el mes pasado observamos como el *selloff* de los *treasuries* generó alzas de tasas a nivel mundial llevando a retornos negativos en los activos de renta fija emergente. Sin embargo, el reciente ajuste de tasas escapa de los fundamentales macroeconómicos y parece haber una sobre reacción en las tasas locales de países emergentes a la sobreventa de bonos estadounidenses. Es así que, la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos tanto en el corto plazo por corrección a la sobreventa como a largo plazo producto de los recortes en tasas de interés. Respecto a la deuda soberana emergente, a pesar de la expectativa de cierta corrección en las tasas y el impulso que tendría para la clase de activo producto de su mayor duración, su menor calidad crediticia ofrece una menor protección frente a eventos de riesgo, lo que le resta atractivo en comparación con otras alternativas. Por el lado de la deuda corporativa emergente, la clase de activo se mantuvo resiliente a las alzas de tasas y fortaleza del dólar generando un *outperformance* frente al mundo desarrollado. Por su parte, se continúa favoreciendo *Investment Grade* por su mayor calidad crediticia, especialmente en Latinoamérica región que se mantiene alejada de los actuales conflictos geopolíticos. Por otro lado, la larga duración de la clase de activo generaría retornos de capital en el corto plazo frente a correcciones de tasas a la baja, de manera que la clase de activo se mantiene atractiva en términos de riesgo-retorno. En cuanto a *High Yield*, la clase de activo se ha mantenido resiliente frente al aumento de tasas producto de su menor duración, mientras que continúa ofreciendo un *yield* bastante atractivo en comparación con países desarrollados, a costo de un mayor riesgo de crédito. Sin embargo, el nivel de riesgo parece acotado con gran parte del ruido del *stress* del sector inmobiliario chino incorporado en los *spreads* y en las expectativas de *default*. Por el lado de *local markets*, en septiembre se mantuvo la fortaleza del dólar a nivel global y este se apreció 2.5% durante el mes (DXY). Por su parte, las monedas emergentes continuaron depreciándose en este ambiente de tasas y petróleo al alza, un Fed que se mantiene *hawkish* y una economía China que no logra generar tracción. En adelante, dada la sobre apreciación del dólar en septiembre y observando una moderación de los factores anteriores, durante octubre las monedas de países emergentes tendrían espacio para recuperar valor frente al dólar. En línea con lo anterior, **se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY y el neutral en soberanos IG. De igual manera, se mantiene el *overweight* en bonos corporativos y *local markets*.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | OCTUBRE 2023

Monedas	Bench.	Septiembre	Octubre	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	54.7%	59.2%	OW	4.1%	4.5%
EUR	7.4%	5.5%	5.0%	UW	-2.5%	-0.6%
GBP	1.5%	1.0%	0.9%	UW	-0.6%	-0.1%
JPY	2.5%	3.3%	2.9%	OW	0.5%	-0.3%
GEMs	33.6%	35.7%	32.1%	UW	-1.5%	-3.6%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS TAACO GLOBAL | SEPTIEMBRE 2023

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	-3.7%	-1.8%	-1.8%	0.0	3.3
Renta Fija	50%	50%	0%	-2.6%	-1.3%	-1.3%	0.0	0.5
Caja	0%	0%	0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					-3.14%	-3.10%	0.0	3.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								3.8
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-4.9%	-0.67%	-0.54%	3.1	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-5.9%	-0.08%	0.00%	2.8	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-1.0%	-0.03%	-0.02%	-2.7	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-5.7%	-0.89%	-0.89%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-3.5%	-0.50%	-0.50%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-5.9%	-0.21%	-0.21%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-2.8%	-0.14%	-0.18%	1.4	
Desarrollados	56.0%	52.8%	-3.2%	-4.5%	-2.51%	-2.35%	4.6	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-2.5%	-0.10%	-0.15%	2.5	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-5.1%	-0.04%	-0.09%	-1.4	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-2.8%	-0.35%	-0.35%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-2.5%	-0.39%	-0.41%	1.2	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-2.0%	-0.08%	-0.08%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-3.4%	-0.23%	-0.20%	-0.3	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	-2.7%	-1.18%	-1.28%	2.0	
Equities					-3.70%	-3.63%	6.6	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-1.2%	-0.07%	-0.07%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-3.5%	-0.40%	-0.40%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-7.7%	-0.51%	-0.51%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-1.8%	-0.05%	-0.03%	-1.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	-2.7%	-0.71%	-0.73%	-0.1	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	-1.3%	-0.06%	-0.04%	-1.2	
Deuda Desarrollados	57.7%	56.4%	-1.3%	-3.1%	-1.80%	-1.79%	-2.3	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-3.4%	-0.17%	-0.17%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-2.0%	-0.11%	-0.08%	-0.9	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-1.1%	-0.04%	-0.05%	1.4	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	2.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-2.0%	-0.46%	-0.48%	0.5	
Deuda Emergente	42.3%	43.6%	1.3%	-1.9%	-0.78%	-0.79%	3.3	
Fixed Income					-2.58%	-2.57%	1.0	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre 2023

En septiembre se mantuvo acciones y bonos en neutral, dejando la cartera sin caja. Al cierre del mes la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 3.1%, marginalmente mejor que el *benchmark*.

A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos no generó pérdidas ni ganancias; (ii) la selección de instrumentos fue positiva en el margen. Generó ganancias la posición corta en acciones europeas y la posición larga en Japón, América Latina y Asia EM ex China; mientras, restó valor el *UW* en UK y el *OW* en *Small Cap Latam*. En bonos perjudicó el corto en TIPS y HY Global, lo que fue compensado por el largo en corporativo emergente (tanto IG como HY) que fue más defensivo en un mes en que las alzas de tasas pusieron presión en los precios de todo tipo de bonos.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-3.1%	-3.2%	2.9%	10.9%	0.8%	2.1%	3.1%	4.7%	10.1%
Benchmark	-3.1%	-3.2%	3.2%	11.5%	-1.0%	1.3%	2.3%	3.4%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	4	-1	-28	-65	183	81	80	133	
Acciones	-3.6%	-3.3%	6.2%	16.7%	3.2%	2.8%	4.0%	3.3%	14.8%
Benchmark	-3.7%	-3.3%	6.4%	17.6%	3.0%	2.7%	3.9%	2.8%	14.7%
Europe ex UK	-4.9%	-6.1%	6.1%	27.1%	3.6%	2.2%	2.1%	2.4%	19.6%
Europe Small Cap ex UK	-5.9%	-7.0%	-0.6%	20.7%	-0.5%	0.1%	3.8%	6.5%	23.4%
UK	-1.0%	-2.7%	3.2%	20.0%	7.7%	-1.3%	-1.5%	0.2%	18.9%
US Large Cap Growth	-5.7%	-3.3%	31.1%	30.5%	7.4%	12.6%	14.2%	--	22.0%
US Large Cap Value	-3.5%	-2.9%	-2.4%	10.5%	7.8%	3.4%	5.6%	3.5%	17.8%
US Small Caps	-5.9%	-5.3%	2.8%	10.5%	8.4%	3.3%	6.7%	7.5%	23.5%
Japan	-2.8%	-2.4%	9.1%	23.3%	0.7%	0.0%	2.4%	1.4%	15.5%
Desarrollados	-4.3%	-3.5%	11.1%	22.0%	8.1%	7.3%	8.3%	6.1%	19.0%
LatAm	-2.5%	-5.7%	8.1%	12.0%	8.0%	-2.2%	-3.5%	4.1%	29.9%
LatAm Small Cap	-5.1%	-8.6%	13.1%	16.2%	6.5%	0.0%	-4.2%	6.1%	33.1%
China	-2.8%	-1.9%	-7.3%	5.2%	-14.3%	-4.2%	1.7%	7.1%	26.8%
EM Asia ex China	-2.5%	-3.5%	6.8%	16.5%	6.2%	5.1%	5.7%	--	19.5%
EM Asia Small Cap	-2.0%	2.9%	12.3%	20.9%	7.9%	4.7%	3.6%	6.9%	19.4%
EM Europe and Middle East	-3.4%	-2.7%	-3.2%	2.2%	-3.8%	-5.9%	-5.6%	1.9%	20.7%
Emergentes	-2.6%	-2.9%	-0.1%	9.5%	-1.7%	1.3%	1.9%	7.4%	19.0%
Renta fija	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.1%	-4.5%	-0.1%	0.8%	3.9%	6.2%
Benchmark	-2.6%	-3.0%	0.0%	5.5%	-5.2%	-0.6%	0.4%	3.3%	6.2%
Treasuries 5Y	-1.2%	-1.3%	-0.6%	0.5%	-4.6%	0.3%	0.5%	3.0%	4.5%
Treasuries 10Y	-3.5%	-5.1%	-3.5%	-2.9%	-8.6%	-0.5%	0.4%	3.2%	7.9%
Treasuries 30Y	-7.7%	-12.8%	-9.8%	-12.3%	-18.2%	-3.8%	0.2%	3.8%	16.5%
US Tips	-1.8%	-2.6%	-0.8%	1.2%	-2.0%	2.1%	1.7%	4.2%	6.0%
Global Corporate IG	-2.7%	-2.7%	0.7%	6.1%	-5.3%	-0.1%	1.0%	4.0%	8.5%
Global Corporate HY	-1.3%	0.0%	5.4%	12.6%	0.2%	2.0%	3.3%	6.5%	9.9%
Deuda Desarrollados [1]	-3.2%	-4.1%	-1.3%	3.0%	-6.2%				
EM Sovereign IG	-3.4%	-4.3%	-1.1%	3.8%	-6.4%	-0.1%	2.1%	5.5%	9.3%
EM Sovereign HY	-2.0%	-0.2%	4.2%	16.0%	-0.9%	-0.4%	2.0%	7.0%	14.4%
EM Corporate IG	-1.1%	-1.3%	1.8%	4.7%	-3.7%	1.2%	2.4%	--	6.3%
EM Corporate HY	-0.1%	-0.4%	1.6%	9.9%	-2.8%	1.2%	3.5%	--	10.7%
EM Local Markets	-2.0%	-1.7%	1.6%	6.6%	-0.8%	1.1%	-0.3%	--	10.1%
Deuda Emergentes [1]	-1.8%	-1.7%	1.5%	7.7%	-2.7%				
Caja	0.5%	1.3%	3.7%	4.6%	1.7%	1.7%	1.1%	1.4%	0.5%
Oro	-3.7%	-2.2%	3.1%	11.9%	-0.3%	9.5%	3.5%	9.1%	14.2%

* 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.