

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Oct	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-2.1%	-7.7%	0.8%	7.3%	0.3%	2.5%	2.5%	4.6%	10.1%
Benchmark	-2.3%	-8.0%	0.8%	7.6%	-1.6%	1.7%	1.7%	3.2%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	25	24	-1	-29	185	80	81	134	
Acciones	-3.4%	-10.9%	2.6%	8.9%	2.3%	3.7%	3.3%	3.1%	14.8%
Benchmark	-3.4%	-10.8%	2.7%	10.1%	2.3%	3.7%	3.1%	2.6%	14.7%
Renta Fija	-1.3%	-5.1%	-1.4%	4.8%	-5.0%	-0.2%	0.5%	3.8%	6.2%
Benchmark	-1.3%	-5.1%	-1.3%	5.0%	-5.6%	-0.6%	0.1%	3.2%	6.2%
Caja	0.4%	1.4%	4.1%	4.9%	1.9%	1.8%	1.1%	1.4%	0.5%
Oro	6.8%	1.3%	10.1%	21.8%	2.0%	10.4%	4.2%	9.4%	14.5%

Resultados al 31 de octubre de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Lost in traslation 1

Asignación de activos ...3

Resultados TAACo Global
septiembre 202317

Desempeño histórico ..18

Lost in traslation¹

En los últimos veinte años han ocurrido eventos de alto impacto para los mercados globales, como el reventón de la burbuja dotcom, la gran crisis financiera de 2008 y la pandemia. Actualmente experimentamos cambios profundos y eventos en variados ámbitos que tienen al mundo, y con él a la economía y mercados mundiales, caminando en territorio desconocido.

El mes de octubre el mundo fue sacudido por la guerra entre Israel y el grupo extremista Islámico Hamas. Más allá de las presiones que pone en los precios del petróleo y que tenemos como escenario base que no escalará a un conflicto armado global, es de muy alta relevancia y riesgo. Esto porque el eje detrás es una guerra fría que involucra a Estados Unidos, China, Rusia-Ucrania, e Irán, generando incertidumbre y señales desconcertantes y contradictorias.

En términos de actividad a nivel global, los índices PMI que reflejan el ritmo de actividad de los sectores manufacturero y de servicios, en el caso de los primeros señalan una desaceleración marcada, mientras que en el caso de servicios luego de meses de destacable resiliencia se adentran también en terreno de contracción. En Estados Unidos aún están en la frontera entre expansión y contracción, pero mostrando menor dinamismo.

¿Necesitamos una recesión?

Por el lado de las tasas de interés y la inflación, ésta última ha estado cediendo en el mundo, aunque mostrando especial resistencia en Estados Unidos, donde el empleo y ciertos indicadores se han mantenido resilientes, aunque perdiendo dinamismo en el margen. Haciendo un paralelo con lo que sucedió posteriormente a la crisis de los 90s², luego de lo cual se bajó fuerte y abruptamente la tasa de interés para recuperar el crecimiento, la economía se recuperó desde niveles de crecimiento entre negativos y cero a más de 5% (similar a lo que sucedió después de

El mundo camina en territorio desconocido

Conflicto en Medio Oriente es de alta relevancia y riesgo

Perspectivas del sector servicios se deterioran

La actividad en EE.UU. sigue resiliente, pero pierde dinamismo en el margen

¹ Película de Sofía Coppola, 2003. Su nombre en español fue Perdidos en Tokio, sin embargo, uno de los significados de *traslation* en inglés al que se alude acá es a procesos de movimientos de algo entre uno y otro lugar.

² *Savings and Loans crisis*, cuando más de 1,00 entidades financieras estadounidenses colapsaron.

la pandemia). En ese entonces el Fed se vio en la necesidad de controlar la inflación comenzando a subir las tasas de interés a partir de 1993. Se observó igualmente una resiliencia en la economía estadounidense, especialmente en el empleo, y la economía norteamericana evitó la recesión, a pesar de cuatro años de tasas de interés altas (pero ante lo cual algunos países sufrieron crisis agudas, como la del Tequila que arrastró a toda América Latina).

Podríamos estar ante un caso similar, ciertamente. La diferencia radica primero, en que la mayoría de los países emergentes actualmente tienen sistemas económicos más estables que entre fines de los 80s y 90s (en cuanto a mercados cambiarios, bancos centrales autónomos, disciplina fiscal, institucionalidad, entre algunos). Ello mitigaría los efectos en regiones ex Estados Unidos. En segundo lugar -y con implicancias más inciertas- son algunos factores presentes como la desglobalización y multipolaridad, la revolución digital y los conflictos y tensiones geopolíticas prevalecientes.

Los niveles a que llegaron las tasas de interés actualmente, en que la del bono del Tesoro a 10 años llegó a 5% anual, y la tasa de referencia de Estados Unidos (*Fed Funds Rate*) en 5.5%; en perspectiva, representan un ajuste de gran magnitud. Hace menos de dos años (febrero 2022), éstas estaban en 1.8% y 0.25%, respectivamente. Se estima que ya habrían tocado máximos; no obstante, también podrían permanecer altas por cierto tiempo, escenario que se está materializando. Los indicadores de actividad, que en Estados Unidos se mantuvieron robustos, pero durante las últimas semanas han comenzado a salir mixtos, mostrando menor fortaleza y dinamismo (empleo y sector inmobiliario, por ejemplo), serán determinantes para la futura trayectoria de la tasa de referencia del Fed.

Parte del ajuste también lo ha constituido el retiro de liquidez por parte de los principales bancos centrales del mundo (*quantitative tightening*), específicamente el Fed, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, revirtiendo la ultra expansión monetaria (*quantitative easing*) prevaleciente desde la crisis financiera del 2008 y exacerbada en la pandemia. De ahí que las condiciones financieras se hayan ajustado a niveles restrictivos que afectan diversas formas, como a través de las tasas hipotecarias, estándares crediticios, niveles de no pago de tarjetas bancarias, etc.

En cuanto a la asignación de activos, a pesar de que se mantiene una postura cautelosa, pasamos la asignación a acciones de subponderada a neutral a costa de bajar la sobreponderación en caja y se mantiene la subponderación en renta fija. Los principales motivos de estos movimientos son que las tasas de interés habrían tocado máximos y las fuertes correcciones en los mercados accionarios en los últimos tres meses que habrían generado ciertas oportunidades. En la siguiente sección los detalles dentro de las clases de activos.

El fenómeno actual es similar a los 90s, pero con países emergentes con mayor estabilidad

Se estima que las tasas de interés ya habrían tocado máximos, pudiendo permanecer altas por cierto tiempo

Restrictivas condiciones financieras presionadas por el retiro de liquidez

Neutral acciones, sobreexposición a caja y subexposición a bonos

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | NOVIEMBRE 2023

TAACo Global	Bench.	Octubre	Noviembre	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caja		10%	5%	OW	5.0%	-
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%	5.5%	6.0%	N	0.5%	+
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.9%	OW	0.4%	+
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	7.1%	OW	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%	57.3%	UW	-0.4%	0.9% +
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%	5.0%	N		-0.9% -
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
Deuda emergente	42.3%	43.6%	42.7%	OW	0.4%	-0.9% -
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

OW caja, neutral acciones y 45% bonos

Se mantiene posicionamiento acciones: OW mercados emergentes relativo a desarrollados, OW LatAm, Asia EM ex China y Japón

En renta fija se neutraliza treasuries 5 años, OW 10 y 30 años. Disminuye OW emergentes, neutralizando corporativo HY

RENTA VARIABLE

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

El *momentum* económico se estanca en terreno negativo. Los indicadores de confianza se mantienen deprimidos (económica, industrial, de servicios, Sentix de inversionistas y de consumidores). Los indicadores líderes PMIs de manufacturas y servicios vuelven a retroceder, ubicándose en 43.1 pts. y 47.8 pts. respectivamente (alejándose de los 50 pts., umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes seis a doce meses). El consumo y la producción industrial vuelven a decepcionar y se contraen en agosto (los datos más recientes disponibles).

El estancamiento económico se refleja en el PIB del tercer trimestre de la Zona Euro, que creció apenas 0.1% interanual, decepcionando. Países como Francia, España y Portugal tienen algunos de los mayores crecimientos dentro de la región (0.7%, 1.8% y 1.9% interanual respectivamente) impulsados por el consumo. Al contrario, Alemania, con un sesgo industrial, decepciona y se contrae 0.4% anual. Para 2024, a pesar de la baja base de comparación, crecería apenas 0.5%, dato que se ha corregido persistentemente a la baja.

A nivel agregado, la inflación mantiene una senda de convergencia y sorprendió en octubre al caer más de lo esperado y ubicarse en 2.9% anual (4.3% en septiembre); la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como alimentos y combustibles- también bajó y registró 4.2% anual.

Ante la expectativa de término del ciclo de alza de tasas, inflación que vuelve al rango meta y una economía que se enfría, el mercado adelanta el inicio de los recortes desde junio a abril del próximo año, junto con subir de 2 a 3 la cantidad de recortes de 25 puntos base (pbs.). Así, en el último mes las tasas corrigen a la baja. Como referencia, al 6 de noviembre la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años cayó entre 10 a 15 pbs. en los últimos 30 días para ubicarse en 3% y 2.74% respectivamente.

Octubre extendió por tercer mes consecutivo las pérdidas para las acciones globales y Europa no fue la excepción. El Stoxx 50 cayó 2.7% (en USD), peor que las acciones estadounidenses. El sector corporativo se mantiene débil, se estima que las utilidades crezcan 2.3% en 2023, dato que es corregido levemente a la baja en el último mes. En 2024 crecerían 7.3%, lo que se compara negativamente respecto a pares desarrollados. A la fecha ha reportado 71% de las empresas del Stoxx 50 sus resultados del 3er trimestre, con una sorpresa promedio de 3% sobre los estimados de utilidades a pesar de la contracción de éstas.

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, recortes en los estimados de utilidades, constantes salidas de flujos (por 34va semana consecutiva salen flujos de fondos e ETFs) **nos llevan a mantener la posición *underweight*** a pesar lo descontada de las valorizaciones.

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, recorte en los estimados de utilidades y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs.

El índice de sorpresa económica se torna negativo y mantiene una tendencia a la baja. PMIs tanto de manufacturas como servicios se ubican bajo 50 pts. en octubre. A pesar de que la tasa de desempleo ha subido y 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 18 meses consecutivos de contracción en términos interanuales).

Por su parte la inflación de septiembre se mantuvo en 6.7% anual en la medida *headline* (6.1% en la subyacente) dando un respiro al Banco Inglaterra, que mantuvo en 5.25% la tasa de referencia en su última reunión. De esta forma, el mercado estima que habríamos llegado a un fin del ajuste monetario restrictivo, con un mercado que no vislumbra

recortes hasta al menos agosto de 2024; con el objetivo de asegurar la convergencia hacia la meta de inflación la política monetaria se mantendría restrictiva por tiempo prolongado. Acoplándose a los movimientos globales, la curva de tasas se elevó durante la primera quincena de octubre para luego retroceder. Así, en los últimos 30 días, hasta el 6 de noviembre, la tasa a 2 años cayó 15 pbs. hasta 4.70% y la de 10 años en torno a 20 pbs. hasta 4.37%.

Por otro lado, el *momentum* empeora en el margen. Las utilidades se contraerían en torno a 8% en 2023 y crecerían 5% el próximo año -dato que se corrigen a la baja en el último mes-. Además, 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

A pesar de que el *momentum* económico se mantiene positivo y de que el PIB del 3er trimestre superó las expectativas (4.9% anualizado), por fin se comienzan a observar mayores efectos del ajuste monetario. El mercado inmobiliario pierde dinamismo -caen las ventas, inventarios, se postergan los inicios de nuevas construcciones, entre otros-, el ahorro disminuye, el consumo comienza a “normalizarse”, aumentan los impagos de tarjetas de crédito y el mercado laboral se enfría.

Durante octubre la tasa de desempleo aumentó a 3.9% (el mayor nivel en casi 2 años), la creación de empleo no agrícola decepcionó con 150 mil nuevos puestos de trabajo (vs. 180 mil esperados) y en los últimos dos meses la creación fue corregida a la baja en 101 mil puestos. En el sector manufacturero se destruyeron 35 mil puestos en el mes, como principal consecuencia de la extendida huelga del sector automotriz.

En línea con el deterioro de las perspectivas de algunos sectores, los indicadores líderes ISMs de servicios y manufacturas decepcionan y retroceden en octubre para ubicarse en 51.8 y 46.7 pts. respectivamente. Por su parte, la confianza del consumidor retrocede por tercer mes consecutivo al ubicarse en 102.6 pts. en octubre.

Respecto a la inflación, se mantuvo en 3.7% anual en septiembre, con la medida subyacente cediendo hasta 4.1%. En la reunión de noviembre el Fed decidió mantener la tasa de referencia en 5.5% por segunda reunión consecutiva, en línea con lo estimado. El mercado internaliza que ya habríamos llegado al fin de las alzas de tasas y que los recortes de tasa comenzarían en junio, con hasta 3 bajas en 2024.

La curva de tasas de interés de bonos del Tesoro se ha mantenido volátil. Durante octubre vimos un *bear steepening*, con alzas mayores en la parte larga de la curva y la tasa a 10 años llegando a 5% a mediados del mes ante datos que confirmaban la resiliencia de la economía americana. No obstante, en los primeros días de noviembre las tasas han caído luego de un mensaje más *dovish* por parte de Jerome Powell y un mercado laboral que se enfría. Actualmente (7 de noviembre) la tasa a 10 años se ubica en 4.52% y la de 2 años en 4.94%.

El alza de tasas de octubre extendió las pérdidas en acciones (S&P500 -2.2%) a pesar de las sorpresas positivas en los reportes corporativos del tercer trimestre. A la fecha ha reportado un 85% de las empresas del S&P500 con utilidades que en promedio han crecido 2.6%, sorprendiendo positivamente. De esta forma habríamos tocado en el segundo trimestre un piso, cuando las utilidades se contrajeron 5.7% interanual. No obstante, ante debilitamiento de la demanda y peores perspectivas, se ha recorta la estimación de utilidades para el 4to trimestre del año a 3.9% interanual desde 8.1% esperado a fines de septiembre. Para 2024 se recorta también la estimación de crecimiento de utilidades desde 12.2% hace un mes hasta 11.8%.

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. Mientras, las *small caps* poseen mayor atractivo transando bajo el promedio y con rezago, pero con una alta volatilidad implícita afectadas a la vez por la alta volatilidad de las tasas de interés.

Por su parte, en el plano político ha disminuido la probabilidad de un *shutdown* – cierre de gobierno- dada la elección del republicano Mike Johnson como vocero de la Cámara de Representantes. El legislador cercano a Trump está intentando llegar a un acuerdo para evitar el *shutdown* aunque sea extendiendo nuevamente el plazo con una ley provisoria si es que no se logra la aprobación del presupuesto federal completo antes del 17 de noviembre. La discusión entre demócratas y republicanos se ha distanciado debido a diferencias en temas como el financiamiento de la guerra en Ucrania, Israel y apoyo a Taiwán ante una eventual invasión China.

Vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, señales incipientes de deterioro económico, elevada volatilidad de las tasas de interés y recorte en estimados de utilidades, pero contrarrestado por valorizaciones más aliviadas y entradas de flujos (principalmente a *large cap* en el último mes), 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 octubre las acciones japonesas se acoplaron a la caída de las acciones globales y la economía perdió dinamismo, no obstante, aún se mantiene la tesis de inversión. La economía continúa recuperándose de la tardía reapertura post pandemia con el consumo como uno de los principales drivers de crecimiento. Las ventas minoristas mantienen una tendencia al alza y crecieron 5.8% anual en septiembre, con una inflación que logra lubricar la economía en forma saludable.

Sin embargo, la economía tiene un sesgo exportador y en consecuencia se ve afectada por la menor demanda global. Las exportaciones lograron superar los estimados crecer 4% anual en septiembre, impulsadas por los envíos a EE.UU. y Europa, que se ven contrastados por el menor comercio con China. El indicador líder PMI de manufacturas se mantiene bajo 50 pts. y el servicio se deteriora en octubre llegando a 51.6 pts.

La inflación se desaceleró a 3% interanual en septiembre (por 17vo mes sobre la meta) y la medida subyacente a 4.2%. 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. Así, en la reunión de octubre el Banco de Japón mantuvo sin variación el sistema de tasas de interés, pero hubo comentarios respecto al control de la curva (YCC por su sigla en inglés). El 1% de límite para la tasa soberana a 10 años ahora pasa a ser un “punto de referencia”, lo que fue interpretado por el mercado como una flexibilización del YCC al permitir que la tasa supere el 1%. Así, la tasa curva de tasas en el último mes se elevó y la tasa soberana a 10 años llegó a 0.96%, nivel no visto desde inicios de 2012. No obstante, el movimiento que lleva a una reducción del diferencial de tasas con EE.UU. y se ha mantenido la tendencia depreciativa del yen, que llegó a JPY/USD 152 el día en que se conoció la decisión de política monetaria; el mercado esperaba mayor acción para dar soporte a la moneda.

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 por su resiliencia.

Las acciones japonesas pierden *momentum* en los últimos 3 meses y se alivian las valorizaciones. La razón P/U *fwd.* en términos absolutos transa bajo su promedio de 5 años, mientras en términos relativos a pares desarrollados transa a niveles justos. Por su parte, las utilidades crecerían este año 8.3%, dato que es corregido al alza en el último mes, y es de los más altos de países desarrollados; en 2024 crecerían 8.2%, levemente bajo pares desarrollados. Con el retorno del optimismo en el país, se observan entradas netas de flujos de inversión a fondos e ETFs tanto en el último mes como en lo corrido del año.

Así, se decide **mantener en *overweight* la posición en acciones japonesas.** La decisión se sustenta en el buen *momentum* 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

Octubre fue un mes negativo para los mercados accionarios, en los que países emergentes se vieron más afectados que sus pares desarrollados. Esto, de la mano de una depreciación de las monedas afectada por una mayor fortaleza del dólar. En China continuaron los anuncios de estímulos fiscales y monetarios que fueron compensados por ruidos políticos y mayores sanciones comerciales. Por el lado de Asia Emergente ex China, los mercados fueron más defensivos y algunas autoridades monetarias del sudeste asiático optaron por volver a subir las tasas de referencia luego de una extendida pausa. En América Latina, las monedas sufrieron una mayor depreciación, pero se disipó parte de la incertidumbre política. Por su parte, en EMEA, la cercanía al conflicto político y el carácter exportador de petróleo de algunas economías elevó la volatilidad.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

La política se tomó la agenda de la región y se llevaron a cabo importantes elecciones en Colombia y Argentina. Las monedas latinoamericanas sufrieron con la apreciación del dólar y por la caída de los precios de *commodities*, con los que algunas de ellas muestran una elevada correlación. Por su parte, el peso mexicano se vio más afectado producto de su elevada liquidez. En Brasil, tanto los mercados como el real tuvieron un comportamiento más defensivo, con un Banco Central que mantuvo el ritmo de sus recortes de tasas y la tramitación de iniciativas legislativas para elevar la recaudación y alcanzar la meta fiscal. Las valorizaciones de la región continúan atractivas y la lejanía geográfica de conflictos armados la favorece. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica.**

En **Brasil**, en el ámbito político el foco ha estado centrado en el posible cambio de la meta fiscal para el próximo año. Cabe recordar que el marco indica que se deberá alcanzar un balance primario equivalente a un 0% del PIB en 2024, pero ya que este contempla “congelaciones” de presupuesto (*Budget freeze*) en caso de incumplirse, el gobierno estaría evaluando revisar la meta a la baja para evitar esta situación. Con respecto a la tramitación de medidas para aumentar la recaudación fiscal, el proyecto de tributación *offshore* y fondos exclusivos se aprobó en la Cámara y pasó al Senado, proyectando una recaudación adicional de 35 mil millones de reales para 2024. Otra prioridad del gobierno es el cambio en el impuesto de circulación de comercio y servicios (ICMS), que espera recaudar 26.3 mil millones de reales en 2024 (revisado a la baja desde 35 mil millones), cuya tramitación se espera avance en diciembre. Por otro lado, la reforma tributaria (VAT) avanza en el Senado y simplifica el pago de impuestos, siendo neutral en recaudación. Por el lado económico, la actividad se aceleró en agosto y avanzó 1.3% anual, en línea con lo esperado por el mercado, con ventas minoristas que se expandieron. La producción industrial de septiembre también mostró un crecimiento positivo en doce meses (0.6%). Por el lado de la inflación, en septiembre ésta se elevó levemente hasta 5.2% anual, pero el registro de las primeras dos semanas de octubre confirmó que retomará la tendencia a la baja, anotando un 5.1% anual y esperándose

un registro de 4.9% en doce meses para el mes completo. Así, el Banco Central mantuvo el ritmo de recortes en su reunión de noviembre, bajando la tasa Selic en 50 pbs. hasta 12.25%, y se espera esto continúe para la reunión de diciembre. Las valorizaciones continúan descontadas y transando bajo promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como Precio/Valor Libro, P/VL). Por el lado de las proyecciones de utilidad, se estima que crezcan en torno a un 9.0% en 2024, en línea con el resto de las economías emergentes, en tanto no se ven entradas ni salidas netas al principal ETF del país en el último mes. Así, de la mano de una actividad económica que se mantiene al alza, un Banco Central que no cambia el ritmo de recortes de tasas de referencia y mayor consenso político, se mantiene el **OW en acciones brasileñas**.

El PIB de **México** del tercer trimestre confirmó la resiliencia económica que ha mostrado el país y se expandió un 3.3% anual (0.9% trimestral), sobre las expectativas y de la mano de actividades primarias y secundarias que crecieron con fuerza. Los IMEF (indicadores líderes) tanto de manufacturas como no manufacturero de octubre se mantuvieron en terreno expansivo, en 50.5 y 52.2 pts. respectivamente. Por su parte, la inflación continúa a la baja y la de septiembre se ubicó en 4.5% anual, en tanto el registro acumulado de las primeras dos semanas de octubre sugiere que continuará en la senda a la baja (4.3% en doce meses). Sin embargo, la subyacente cae lento y el registro bisemanal se ubica en 5.5%, de la mano de una inflación de servicios pegajosa y un elevado *pricing power* de las empresas en México. La economía mexicana se favorece del *nearshoring*, o la tendencia de reasignar inversiones a hacia países geográficamente más cercanos, en este caso de EE.UU. Este último también ha gozado de una actividad económica resiliente y un mercado laboral ajustado, lo que se refleja en la economía mexicana. Por su parte, la minuta de la reunión de Banxico de septiembre indicó un claro sesgo *hawkish*, que llevó a que se dispararan y retrasaran las perspectivas de inicio del ciclo de recortes del mercado. De esta forma, las declaraciones de distintos miembros de la Junta de Gobierno sugieren que Banxico no se adelantaría al Fed. Por el lado político, el gobierno anunció un aumento en las tarifas a los aeropuertos privados que añadió ruido al mercado. Sin embargo, unos días después se anunciaron incentivos fiscales que contemplan deducciones de impuestos a inversiones realizadas este y el próximo año, para compañías que se dediquen a la exportación de ciertos productos, relacionados con el *nearshoring*. Con respecto a los posibles candidatos presidenciales, Samuel García, gobernador de Nuevo León, anunció su candidatura por Movimiento Ciudadano, lo que haría más desafiante la obtención de votos de la candidata Xóchitl Gálvez de oposición, y principal contrincante de la favorita Claudia Sheinbaum (Morena). En la última encuesta de El Financiero, la candidata oficialista muestra una mayor intención de voto y cuenta con 46% de las preferencias, seguida de Gálvez con un 28% y García con 8%. Con respecto a las variables de mercado, las valorizaciones se mantienen descontadas con tanto P/U *fwd.* como P/VL transando en torno a 1 desv. estándar bajo sus promedios históricos. Por su parte, se proyectan utilidades creciendo casi un 20% este año y 5% el próximo, estas últimas corrigiéndose fuertemente al alza. Por el lado de los flujos de inversión, en el último mes se observaron salidas netas por ~9% del ETF más representativo. De esta manera, las perspectivas económicas para México se mantienen positivas y el mercado ya internaliza el triunfo de Sheinbaum como próxima presidenta del país. Además, las valorizaciones se mantienen atractivas y cuenta con soporte estructural del *nearshoring*, llevándonos a **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En **Chile**, se acerca el plebiscito por la nueva constitución que se realizará el 17 de diciembre, y las encuestas han venido mostrando un aumento del porcentaje de la población que votaría “a favor”. Si bien aún la opción “en contra” lidera, los partidos políticos han comenzado a anunciar sus preferencias, declarándose de manera favorable aquellos partidos de derecha. Con respecto a las otras aristas políticas, la tramitación de la reforma de pensiones está pausada, en tanto se están impulsando medidas procrecimiento en el marco del pacto fiscal, luego de que la agencia clasificadora S&P Global revisara a la baja la perspectiva de la deuda soberana de estable a negativa. La actividad económica mejoró en el margen, y el IMACEC de septiembre mostró una variación nula en doce meses, pero un crecimiento de 0.6% con respecto a agosto. Sin embargo, la minería fue responsable del alza en tanto el sector no minero se contrajo en términos interanuales. El

mercado laboral continúa deteriorado, pero en el último trimestre móvil se creó empleo, aun cuando la desocupación continuó aumentando. La inflación continúa a la baja y en septiembre fue de 5.1% anual, en tanto la sin volátiles se ubicó en 6.6%. Aun cuando se encuentra sobre el rango meta del Banco Central (límite superior de 4.0%), la autoridad monetaria continúa recortando la Tasa de Política Monetaria (TPM), aunque a menor ritmo en la última reunión. Así, en la decisión de octubre, el recorte de TPM fue de solo 50 pbs. llevándola a 9.0% y se suspendió el programa de reposición de reservas y se apuntó a reducir gradualmente la posición forward del Banco Central. El comunicado le otorgó más importancia al entorno global y las ajustadas condiciones financieras, así como la pronunciada depreciación del peso chileno. Esta decisión ayudó al fortalecimiento de la moneda local, cooperando con el desempeño del mercado (en dólares) en lo que va de noviembre. Las valorizaciones continúan en niveles muy atractivos, y a pesar de que las proyecciones de utilidad se corrigen a la baja, en 2024 el *momentum* comenzaría a mejorar. Además, los precios de las acciones incorporan un escenario muy negativo, por lo que cualquier sorpresa positiva podría desencadenar un rally de las acciones chilenas. En este contexto, y a pesar de la volatilidad que pueden presentar los mercados en los próximos meses debido al contexto electoral, **se mantiene la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia** los resultados de las elecciones confirmaron la impopularidad del gobierno y evidenciaron un voto de castigo, en tanto la oposición triunfó en las cuatro ciudades más importantes; Bogotá, Medellín, Barranquilla y Cali, sorprendiendo principalmente en esta última. Además, destaca el castigo de los capitalinos, ya que en las elecciones presidenciales Gustavo Petro obtuvo un amplio triunfo en Bogotá. Este mantiene elevados niveles de desaprobación -en torno al 60%- y ha perdido representación en el Congreso con la ruptura de la coalición, y pasa a representar un 37% del Senado y un 36% de la Cámara Baja. Así, y en línea con esta pérdida de capital político, la agenda de gobierno no se radicalizaría en adelante y disminuye la probabilidad de aprobarse de las reformas en tramitación. En el caso de la reforma de salud, el 50% de los artículos ya han sido aprobados por la Cámara Baja, y aún queda un segundo debate en la Cámara y dos en el Senado. Esta tiene cierta probabilidad de ser aprobado pero que ha disminuido, mientras que la de pensiones que ya pasó el primer debate en el Senado, mantiene su probabilidad de ser aprobada por su carácter populista. Por el lado de la laboral, la probabilidad de ser aprobada es muy acotada. La actividad económica continúa deprimida, y se expandió 0.2% interanual en agosto. Esto se condice con un PMI que se mantuvo en octubre en terreno contractivo por sexto mes consecutivo. Por su parte, la inflación se mantiene pegajosa y cede lento, ubicándose en torno a 11% anual en septiembre y se espera se ubique en torno a 10.7% en octubre. En la última reunión de política monetaria el Banco Central decidió mantener su tasa de política monetaria, pero la decisión no fue unánime y dos de los siete directores optaron por un recorte de 25 pbs. Así, el mercado espera que en diciembre comiencen los recortes en la tasa de referencia. Las valorizaciones se mantienen muy atractivas, transando 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, apuntando a una contracción para 2024 en línea con el bajo crecimiento esperado para el país. De esta forma, en un contexto en que se disipó la incertidumbre en torno a las elecciones, el gobierno pierde capital político y margen de maniobra para reformas radicales, valorizaciones atractivas, pero actividad y *momentum* económico deprimido, junto con una inflación pegajosa, se decide mantener **la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** la actividad económica se contrajo en agosto 0.6% anual, a la baja por cuarto mes consecutivo y presionado por sectores como construcción, manufactura y agropecuario. Con esto, en el acumulado de los primeros ocho meses del año la economía peruana se contrae 0.6% con respecto al mismo periodo de 2022. Con respecto a la inflación, esta sigue a la baja en octubre y anota una variación anual de 4.3%. Por su parte, el registro subyacente también se desacelera y sustenta el recorte de tasas que ha continuado desde septiembre al ritmo de 25 pbs. por reunión. Así, se espera que en las reuniones de noviembre y diciembre el Banco Central siga recortando a este ritmo y la tasa de referencia se ubique en 6.75% al cierre del año. Por el lado político, si bien se mantendrían en el poder tanto la presidenta como el actual Congreso

hasta 2026, no ha estado exento de turbulencias. Durante octubre, se presentó una moción de vacancia contra Dina Boluarte que luego no se concretó por el retiro de firmas de parte de algunos legisladores. Por su parte, la reforma de pensiones ingresada por el gobierno a inicios de mes aún no es debatida, mas si gana popularidad la idea de avanzar con el séptimo retiro de los fondos de pensiones, con 16 proyectos en tramitación. Con respecto a las valorizaciones, tanto la P/U *fwd.* como P/VL transan ~0.5 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años. Por el lado de las proyecciones de utilidades, éstas crecerían en torno a un 15% en 2024 pero se corrigen a la baja en el último mes. A su vez, se siguen observando salidas netas de flujos de inversión del principal ETF en el último mes. De esta forma, con valorizaciones que transan con cierto descuento y un Banco Central que comenzó el ciclo de recortes, pero una actividad económica deprimida y ruido político, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

En octubre se realizaron las elecciones generales en **Argentina**, sorprendiendo al entregar la primera mayoría al actual ministro de economía Sergio Massa (37%), que se enfrentará en el balotaje al candidato libertario Javier Milei el 19 de noviembre. La reacción del mercado ante este inesperado resultado fue una apreciación del dólar blue que llegó a alrededor de ARS 1,100 por dólar antes de las elecciones, pero que luego descendió, dada una mayor probabilidad que gane el candidato oficialista. Al respecto, Massa comentó que a partir del 15 de noviembre (día hasta el que está fijado el tipo de cambio oficial), comenzará con devaluaciones diarias para ponerse al día con la inflación. Cabe recordar que el registro de septiembre avanzó un 12.7% mensual, alcanzando una tasa de inflación e 138.3% anual, a lo que el Banco Central respondió aumentando la tasa de política monetaria (Leliq) en 1,500 pbs. hasta 133%. Por el lado de la actividad económica, esta se expandió un 0.3% interanual en agosto (1.3% mensual), lo que llevó a algunos actores de mercado a prever un tercer trimestre positivo. Sin embargo, el cuarto trimestre entregaría cifras negativas. Con esto, el escenario macroeconómico se mantiene incierto y desafiante, junto con una discrepancia que parece haber entre un mercado cuyos precios evolucionan como si el triunfo de Massa fuera seguro, mientras que la mayoría de las encuestas ponen a Milei como triunfador del balotaje. En este escenario, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

El gobierno chino se encargó en octubre de continuar señalizando o anunciando mayores estímulos para paliar la desaceleración económica. Por el lado monetario, el Banco Central inyectó 733 mil millones de yuanes en operaciones de liquidez de corto plazo y agregó otros 289 mil millones en facilidades de préstamos de mediano plazo, siendo la mayor inyección mensual desde diciembre de 2020. Además, sugirió la capacidad adicional de emisión de deuda soberana por USD 137 mil millones, flexibilizando la meta de déficit fiscal de 2023 de 3.0% del PIB. A su vez, realizó la Conferencia Financiera Central, un evento que se realiza cada cinco años a puertas cerradas y dentro de las conclusiones que se conocieron fue el compromiso del gobierno con fortalecer la regulación financiera y evitar eventos de riesgo sistémico. También, el gobierno incrementó su intervención en el mercado accionario y los fondos soberanos aumentaron su posición en los principales bancos por primera vez desde 2015, con un impacto limitado. Sin embargo, las malas noticias desde el sector inmobiliario continuaron y la desarrolladora Country Garden entró en default no pudiendo pagar los intereses de uno de sus bonos en dólares. Por su parte, Evergrande propuso un nuevo plan de reestructuración de deuda y debe presentarlo en tribunales a más tardar el 4 de diciembre. Con respecto a las tensiones con EE.UU., continuaron las sanciones comerciales y el país norteamericano limitó nuevamente las exportaciones hacia china de semiconductores más complejos, lo que frenaría el desarrollo de grandes corporaciones tecnológicas chinas como Alibaba y Baidu. A esto, el gobierno chino respondió limitando las exportaciones de grafito, un insumo clave para la elaboración de baterías, mercado en el que China es el principal productor a nivel mundial. No obstante, la secretaria del Tesoro estadounidense Janet Yellen sostendrá conversaciones con su par chino He Lifeng durante el 9 y 10 de noviembre en San Francisco, en un intento de mejorar las relaciones diplomáticas. Esto, con miras a la reunión de ambos jefes de estado en la cumbre de la

APEC que comenzará el 14 de noviembre. Por el lado local, el ex primer ministro, Li Keqiang, falleció durante octubre de un ataque al corazón y fue cremado, causando gran conmoción y dudas en la población.

Con respecto a la actividad económica, el PIB del tercer trimestre sorprendió al mercado y se expandió 4.9% interanual (1.3% trimestral), con una sorpresa por el lado del consumo, pero con un sector inmobiliario que se mantiene debilitado. Con respecto a los PMIs, el de manufacturas volvió a terreno contractivo en octubre, a 49.5 pts. (tanto el Caixin como el registro oficial), mientras que el de servicios se mantuvo en sector expansivo, pero levemente sobre los 50 pts. A su vez, las exportaciones de octubre volvieron a decepcionar y se contrajeron 6.4% interanual, mientras que las importaciones sorprendieron y se expandieron 3.0% en doce meses. A pesar de que la actividad económica no muestra una marcada tendencia a acelerarse, la misión del FMI por el Artículo IV revisó al alza las proyecciones de crecimiento tanto para este como para el próximo año hasta 5.4% y 4.6% respectivamente (desde 5.0% y 4.2%), dado que prevé que los estímulos lograrán apoyar la actividad económica. Sin embargo, sugiere que las políticas para apoyar el mercado inmobiliario deben ser más eficientes en asegurar una recuperación y disminuir los costos en la transición, así como instaurar políticas para asegurar la estabilidad macro y financiera. Por su parte, el Banco Central a pesar de los nuevos estímulos, decidió mantener las tasas de facilidad de préstamo a 1 y 5 años en 3.45% y 4.2% respectivamente, en línea con lo esperado por el mercado. Esto, en un contexto en que la inflación de septiembre se ubicó en 0% anual, y se espera una contracción de 0.1% en doce meses para octubre.

Las valorizaciones continúan transando con más de 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL). Las proyecciones de utilidades apuntan a crecimiento de en torno a un 15% para el próximo año, pero se corrigen a la baja. Con respecto a los flujos de inversión, el principal ETF del país muestra salidas netas en el último mes por ~4% del total de activos gestionados (AUM). De esta forma se decide **mantener la posición neutral en acciones chinas**, considerando que, a pesar de las atractivas valorizaciones y los estímulos fiscales y monetarios, la crisis en el sector inmobiliario se profundiza y la inestabilidad política frena el desempeño del 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, aunque los bancos centrales han realizado movimientos divergentes sobre las tasas. 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. Las tensiones geopolíticas con Canadá se disiparon e incluso las relaciones militares entre ambos países se mantienen estables luego de reuniones “amistosas”, aunque el acuerdo de libre comercio está en pausa y se detuvo producto de diferencia de ideas. El deterioro de las relaciones entre India y Canadá no debería escalar. Por su parte, se mantiene el *momentum* económico y el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 55.5 y 58.4 pts. respectivamente en octubre. Con respecto a los precios, la inflación de septiembre cayó a 5.0% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%), luego de que los meses previos los precios se vieran presionados por la debilidad de los monzones que impactan en los precios de alimentos y la producción agrícola. En la reunión de política monetaria de octubre, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50% y se espera que los recortes comiencen durante el segundo trimestre del próximo año. Por el lado de las valorizaciones, éstas suelen transar sobre promedios históricos, encontrándose marginalmente bajo 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 como para el próximo año como para 2025.

Se mantiene en neutral las acciones surcoreanas. La actividad económica en Corea del Sur comienza a dar signos de mejora, el PIB creció 1.4% año contra año durante el tercer trimestre, aunque el PMI de manufacturas de octubre se mantuvo en torno a los 50 pts. La inflación en octubre se aceleró levemente hasta 3.8% anual, con un mercado laboral que continúa ajustado. Sin embargo, durante el mismo mes el Banco Central mantuvo la tasa de referencia con el objetivo de controlar la inflación y el aumento de la deuda de los hogares, mientras que el mercado espera que los recortes comiencen antes de fin de año. Por el lado del sector de semiconductores, las noticias son alentadoras, las exportaciones de éstos cayeron 3.1% anual en octubre, lo que se compara positivamente con la caída de meses previos (13.5%, 20.6% y 33.3% respectivamente los tres meses previos). Mientras que Samsung, proyecta que el precio de los semiconductores aumente durante el 4Q, además de una caída en los inventarios, mientras que la demanda de chips de alta gama se impulsaría por la inteligencia artificial. Por su parte, las acciones coreanas retrocedieron USD 7.6% durante octubre, la segunda caída más grande dentro de Asia Emergente. En este contexto las autoridades prohibieron las ventas cortas sobre acciones del índice KOSPI200 y el índice KOSDAQ150 hasta junio 2024, lo que ha dado soporte al desempeño accionario en lo que va de noviembre. A su vez, las valorizaciones transan sobre sus promedios históricos y la proyección de utilidades para 2024 se corrige a la baja en el último mes, periodo en el cual se observan flujos nulos al principal ETF del país.

Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán. Las acciones taiwanesas cayeron USD 2.3% durante octubre, en línea con el negativo desempeño de los mercados globales, sumado a la depreciación del dólar taiwanés. El *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de octubre se ubicó en 47.6 pts., siendo uno de los peores registros dentro de los países de Asia Emergente. Aunque Taiwán no enfrenta mayores presiones inflacionarias, la inflación ha aumentado por cuarto mes consecutivo y en octubre fue 3.1% anual, mientras que la subyacente anotó 2.5%. En línea con una inflación controlada, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en septiembre y el mercado proyecta alzas adicionales en el cuarto trimestre de este año. Las órdenes de exportación de septiembre retrocedieron 15.6% en doce meses, destacando que se desaceleran las caídas de productos electrónicos, que engloban los semiconductores, principal exportación de Taiwán. Las acciones taiwanesas lucen caras con una razón P/U fwd. sobre el promedio de 5 años. Mientras que en el último mes la proyección de utilidades se corrige a la baja para el próximo año.

Se neutraliza las acciones de Indonesia desde *overweight*. Durante octubre las acciones de Indonesia registraron la mayor caída dentro de Asia Emergente (USD 8.2%), de igual modo la rupia fue la moneda que perdió más valor dentro de la región (2.7%). Por el lado económico, goza de un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas se encuentra en 51.5 pts. en octubre, aunque con una tendencia a la baja en los últimos tres meses. A su vez, los precios de dos de sus principales exportaciones carbón y aceite de palma cayeron durante octubre. Por su parte, la inflación se encuentra dentro del rango objetivo del Banco Central (2.6% anual en octubre), sin embargo, se decidió aumentar la tasa de referencia en 25 pbs. llegando a 6.0%, como medida para estabilizar la rupia y sorprendiendo al mercado tras varias reuniones en pausa. Las valorizaciones lucen atractivas, encontrándose por debajo de su promedio histórico (tanto P/U fwd. como P/VL). Por el lado de **Tailandia se mantiene el *underweight*.** Taiwán e India se sumaron a la medida implementada en septiembre de eliminar los requisitos de visa, dirigida originalmente a los turistas chinos, buscando incentivar el turismo y así compensar el continuo debilitamiento de las exportaciones. Por otro lado, se mantiene el deterioro económico y el PMI de manufacturas persiste en terreno contractivo en octubre, alcanzando 47.5 pts., un nuevo mínimo durante el año. Por el lado de los precios, la inflación continúa cayendo en octubre y por primera vez tiene registros negativos desde 2021 (-0.3% a doce meses), mientras que en su última reunión de política monetaria en septiembre el Banco Central adoptó una postura contractiva aumentando sorpresivamente la tasa en 25 pbs. hasta 2.50%, 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, aunque para el próximo son positivas, de doble dígito y corregidas al alza durante 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, cuyos precios y trayectoria de corto plazo se mantiene incierta, además de los recortes de producción del crudo por parte de la OPEP+. Debido a lo anterior, se decide **mantener el *UW* en EMEA.**

El Banco Mundial aprobó un préstamo por USD 1,000 millones a **Sudáfrica** para contener la crisis energética del país. Además, el ministro de electricidad comunicó que se están acelerando los proyectos de energía a gas para cubrir el déficit energético. Por otro lado, el rand sudafricano se apreció en octubre 1.5%, contrario al mercado accionario que cayó USD 2.2% y desacoplado de las otras monedas emergentes. El PMI de manufacturas se encuentra en terreno contractivo en 48.9 pts. Por el lado de la inflación, continúa controlada ubicándose en 5.4% anual en septiembre, mientras la subyacente cae a 4.5%. En este contexto el Banco Central en su última reunión de septiembre 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, se reanudaron los cortes de energía con un patrón horario donde intercaladamente se implementan cortes de Etapa 2 y 3 diariamente, hasta nuevo aviso según comunicaron las autoridades. Respecto a las valorizaciones, las acciones transan en torno a sus promedios de 5 años (*P/U fwd.*), mientras que las proyecciones de utilidades para este año continúan corrigiéndose a la baja, pero al alza para el próximo. En este contexto, **se mantiene la posición neutral.**

En **Turquía**, la actividad económica sigue entregando señales de debilidad y el PMI de manufacturas de octubre se ubicó en 48.4 pts., el registro más bajo de este año. La inflación en dicho mes se desaceleró marginalmente y registró 61.4% anual, la primera caída en tres meses, en tanto la medida subyacente se aceleró hasta 69.6%, bajo las expectativas. Con esto, se espera que la inflación siga aumentando, mientras que el Banco Central proyecta que el *peak* será en mayo del próximo año y que la inflación termine el año en torno al 65%. 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 octubre hasta 35%. Por el lado político, a principios de octubre, se registró un atentado explosivo al Ministerio del Interior adjudicado por el Partido de Trabajadores de Kurdistán (PKK) intensificando el conflicto que lleva años entre el grupo y Turquía. A su vez, continúan las tensiones con Israel por la postura que ha adoptado el mandatario turco respecto al conflicto en Medio Oriente y sus desafortunadas declaraciones. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan levemente bajo sus promedios de 5 años. Por su parte, las proyecciones de utilidades se corrigieron al alza durante el último mes para este año pasando a terreno positivo, mientras que continúan positivas a doble dígitos para el próximo. En resumen, se exacerban las presiones inflacionarias, el Banco Central mantiene su sesgo contractivo, la economía se deteriora y las valorizaciones aún lucen ajustadas, junto con una elevada inestabilidad política, por lo que se decide **incrementar la posición *UW* en acciones turcas.**

Disminuye la posición *UW* que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La sorpresiva victoria de la oposición democrática en las elecciones polacas ha creado un entorno positivo y un giro más cercano a la Unión Europea. Sin embargo, el *momentum* económico continúa deteriorado, y los PMIs de manufacturas de Polonia y República Checa se mantienen en terreno contractivo, aunque Hungría pasa a terreno expansivo después de cuatro meses. A su vez, en Polonia la inflación continúa cediendo y el Banco Central continúa con recortes de tasas, mientras que, en Hungría, aunque la inflación se mantiene en dos dígitos, el Banco Central inició el periodo de recortes de tasas. Además, las valorizaciones continúan atractivas, lo que en conjunto con lo descrito anteriormente nos lleva a disminuir la subexposición en acciones de economías C3.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se aceleró en octubre hasta 58.4 pts., en terreno de amplia expansión. La inflación cayó hasta 1.7% anual en septiembre, bajo pares de la región y manteniendo la ausencia de presiones inflacionarias. Esta economía altamente dependiente del petróleo reafirmó el 5 de noviembre los recortes voluntarios de producción de 1 millón de barriles diarios hasta fines de año, aunque con revisiones mensuales. Sin embargo, los recortes podrían ampliarse hasta el primer trimestre de 2024, debido a una demanda de petróleo estacionalmente más débil. Por otro lado, las conversaciones entre Arabia Saudita, Estados Unidos e Israel continúan paralizadas. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno a promedios históricos y las proyecciones de utilidades en el último mes se corrigen a la baja para este año y alza para el próximo. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, con perspectivas inciertas 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 neutral en *treasuries* de 5 años y un *overweight* en 10 y 30 años, manteniendo *underweight* en TIPS

Durante octubre continuó el *selloff* de los bonos del tesoro americano impulsando las tasas a nuevos máximos del ciclo actual y generando pérdidas en los activos de renta fija. En el mes observamos como la sorpresa al alza en de las nóminas de empleo de septiembre y datos de actividad económica más fuerte en EE.UU. generaron un aumento en la parte larga de la curva. Posteriormente, tras la reunión del Fed el 1 de noviembre, en donde el comité mantuvo la tasa de referencia en su nivel actual de 5.5% tomando una postura más *dovish*, y luego de que datos del mercado laboral de octubre mostraran mayor debilidad, las tasas de interés ajustaron nuevamente a la baja con caídas en toda la curva, generando un *rally* concentrado en los plazos más largos. De esta manera, la tasa del bono del tesoro de 10 años superó el 5% para luego retornar al 4.57%, mientras que la de tasa de 2 años alcanzó un 5.13% y posteriormente cae a 4.91%. Por su parte, con el aumento de las tasas largas la inversión alcanzó un máximo de -11pts., para actualmente moderarse a -34 pts. En cuanto al Fed, en su reunión de noviembre reafirma su data dependencia y según sus estimaciones de septiembre mantiene pendiente un alza adicional de 25 pbs. Sin embargo, con los últimos datos del mercado laboral y las condiciones financieras más restrictivas, el mercado no cree que se efectúe esta última alza y comienza a centrarse en los recortes del próximo año, estimando entre 75 y 100 pbs. de recortes empezando entre mayo o junio. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantuvo elevada durante el mes afectada principalmente por los movimientos de la parte larga de la curva, sin embargo, esta semana se modera y alcanza los 121 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan a niveles de 2.25% y 2.41%, respectivamente, superiores a los que veníamos observado durante la primera mitad del año e incorporan nuevas presiones inflacionarias causadas por el alza del petróleo, de igual manera las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). De esta manera, en el contexto actual se mantiene elevada la incertidumbre con respecto a la trayectoria de las tasas en el corto mediano-plazo. Sin embargo, los últimos datos del mercado laboral que sugieren comienza a enfriarse saludablemente y un Fed que adopta un discurso más *dovish*, ayudan consolidar un escenario de *softlanding* para la economía norteamericana el próximo año. Dado lo anterior, **se toma una posición neutral en *treasuries* de 5 años, mientras que se aumenta la exposición *treasuries* de 10 años y se mantiene el *OW* en 30 años como una posición táctica dado el mayor potencial de corrección de la parte larga de la curva, pero manteniendo una duración neutral con respecto al benchmark. Por otro lado, se mantiene *underweight* en TIPS observando mayor valor en la curva nominal.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el OW

En las últimas semanas, tras las reuniones de política monetaria, el Fed y el Banco Central Europeo sorprendieron con una postura más *dovish* a lo que veníamos observando al mantener estables las tasas de referencia. Sin embargo, a pesar de que el mercado estima que este sería el fin del ajuste monetario, ambos bancos centrales afirman mantenerse data dependientes y listos para retomar las alzas de tasas con el fin de alcanzar la meta del 2%. Por otro lado, aunque las políticas monetarias vuelvan a estar más alineadas, la situación económica entre países desarrollados presenta grandes divergencias. En EE.UU. se mantiene cierta resiliencia económica, de tal forma que se estaría consolidando el escenario de *softlanding* y secundando la idea de que las tasas se mantendrían altas por más tiempo. Por su parte en Europa, a pesar de los últimos registros positivos de inflación, la actividad económica sigue deteriorándose y el mercado laboral comienza a mostrar señales de debilidad ante el ajuste monetario, de manera que la economía europea enfrentaría una contracción más profunda el próximo año y decisión de pausa del BCE parecería ser más definitiva. Es así que, luego de un mes de octubre marcado por el *selloff* de los *treasuries*, este mes tras las decisiones de política monetaria observamos caídas en las tasas globales, impulsando los retornos de los activos de renta fija. Por su parte *Investment Grade* se mantiene como una alternativa atractiva, la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgos no materializados, mientras que su mayor duración generaría retornos de capital a largo plazo a medida que el ajuste monetario continúa afectando la economía y la inflación continúa cediendo, permitiendo a los bancos centrales recortar tasas. 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 ha mostrado resiliente a las alzas de tasas y se ha mantenido defensiva en los últimos meses en comparación a otros bonos. Sin embargo, junto con el aumento de riesgo geopolítico a nivel global comenzamos a observar una mayor volatilidad en los *spreads*, los cuales registraron movimientos de hasta 30 *pbs*. diarios y un regreso a niveles bajo sus promedios históricos. Por otro lado, tras el reciente *rally* de tasas experimentado los primeros días de noviembre, el *yield* de la clase de activo mostró una caída significativa y luego de alcanzar niveles de 9.5% regresa a 8.8%. Bajo el contexto anterior, si bien la clase de activo continúa ofreciendo un nivel de *yield* relativamente alto, la menor calidad crediticia de la clase de activo otorga un menor grado de protección frente a eventos de riesgos como un escalamiento de las tensiones geopolíticas y deterioro crediticio, mientras que los niveles actuales de *spread* parecen sobreestimar la resiliencia económica norteamericana y los defaults implícitos en éstos se encuentran bajo las proyecciones para el próximo año. 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 neutraliza la exposición a bonos corporativos HY y se mantiene el *overweight* en bonos corporativos IG y local markets

Durante octubre las tasas globales continuaron moviéndose en conjunto con los *treasuries* estadounidenses, en un mes que el bono del tesoro de 10 años superó el 5%. Es así como durante el mes pasado observamos aumentos en las tasas locales de países emergentes y retornos negativos en los activos de renta fija, llevando a algunos países a moderar el ciclo de recortes de tasas para hacer frente a los efectos globales y a la depreciación de sus monedas. Sin embargo, con el inicio de noviembre comenzamos a ver cambios en el entorno global y en su última reunión el Fed adquirió una postura más *dovish* impulsando un *rally* en los activos de renta fija la primera semana del mes y reduciendo las presiones alcistas en las tasas locales. De esta manera, la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante las caídas en tasas, a medida que países emergentes continúan con los recortes y las tasas se vuelven a alinear con sus fundamentales macroeconómicos. Respecto a la deuda soberana emergente, a pesar del impacto positivo de su mayor duración en las recientes caídas de tasas junto con los elevados niveles de *yield*, su menor calidad crediticia ofrece una menor protección en un frente a eventos de riesgo en un escenario de alta incertidumbre, lo que le resta atractivo en comparación con otras

alternativas dentro de la renta fija. Por el lado de la deuda corporativa emergente, se continúa favoreciendo *Investment Grade* y la clase de activo se mantiene como una opción atractiva desde una perspectiva de riesgo-retorno. La mayor calidad crediticia ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgo y escalamiento de conflictos globales, mientras que su mayor duración generaría retornos de capital ante eventuales caídas de tasas, a medida que los países emergentes inician o continúan el ciclo de recortes de tasas, mientras los países desarrollados se aproximan a la pausa. En cuanto a *High Yield*, durante octubre los *spreads* de la clase de activo se acoplaron a los movimientos de globales, experimentando una expansión con el aumento de las tensiones geopolíticas y luego una compresión tras el reciente *rally* de tasas, regresando a niveles bajo sus promedios históricos. En los niveles actuales, *High Yield* parece vulnerable a nuevas expansiones de *spread*, ya sea por eventos de riesgos globales o por una subestimación de los *defaults* del próximo año. Por otro lado, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* bastante atractivo (10.2%) por sobre los niveles del mundo desarrollado, a costo de un mayor riesgo de crédito, por lo que se recomienda una preferencia en calidad dentro de la clase de activo. Por el lado de *local markets*, en octubre el dólar continuó con la tendencia apreciativa de los últimos meses, aunque mostrando una mayor moderación aumentando su valor en 0.5% durante el mes (DXY). De manera similar, las monedas emergentes mostraron depreciaciones más acotadas exceptuando algunos países como México y Turquía en donde el tipo de cambio cayó con más fuerza. Sin embargo, a pesar del efecto de la moneda, la deuda emergente local se mantuvo resiliente y presentó menores caídas que otros activos de renta fija impulsada principalmente por el buen desempeño de EMEA. En adelante, tras el discurso más *dovish* del Fed y la moderación del precio del petróleo las monedas de países emergentes tendrían algo de 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 neutraliza la exposición a bonos corporativos HY, mientras que se mantiene el *overweight* en bonos corporativos IG y *local markets*.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | NOVIEMBRE 2023

Monedas	Bench.	Octubre	Noviembre	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	59.2%	55.9%	OW	0.8%	-3.3%
EUR	7.4%	5.0%	5.5%	UW	-1.9%	0.6%
GBP	1.5%	0.9%	1.0%	UW	-0.5%	0.1%
JPY	2.5%	2.9%	3.3%	OW	0.8%	0.3%
GEMs	33.6%	32.1%	34.4%	OW	0.8%	2.4%
	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 no se toman posiciones activas.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | OCTUBRE 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%	45%	-5%	-3.5%	-1.7%	-1.6%	5.3	-2.4
Renta Fija	50%	45%	-5%	-1.4%	-0.7%	-0.6%	-5.3	-1.5
Caja	0%	10%	10%	0.4%	0.0%	0.0%	28.8	
Oro	0%	0%	0%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					-2.43%	-2.19%	28.8	-3.9
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								24.9
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-3.7%	-0.49%	-0.40%	0.4	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-5.5%	-0.07%	0.00%	2.7	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-4.2%	-0.12%	-0.08%	0.7	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-1.4%	-0.22%	-0.22%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-2.6%	-0.36%	-0.36%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-6.3%	-0.23%	-0.23%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-4.5%	-0.22%	-0.29%	-1.6	
Desarrollados	56.0%	52.8%	-3.2%	-3.1%	-1.72%	-1.58%	2.1	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-4.8%	-0.20%	-0.29%	-2.6	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-7.7%	-0.05%	-0.13%	-4.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-4.3%	-0.54%	-0.54%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-3.8%	-0.59%	-0.62%	-0.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-4.8%	-0.19%	-0.19%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-3.0%	-0.21%	-0.18%	-0.4	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	-4.0%	-1.77%	-1.96%	-7.5	
Equities					-3.49%	-3.55%	-5.3	
Treasuries 5Y	6.0%	5.5%	-0.5%	-0.5%	-0.03%	-0.03%	-0.4	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-2.2%	-0.26%	-0.26%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	0.5%	-5.4%	-0.35%	-0.38%	-2.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.7%	-0.02%	-0.01%	-0.8	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	-1.2%	-0.33%	-0.34%	0.1	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	-1.0%	-0.04%	-0.03%	-0.3	
Deuda Desarrollados	57.7%	56.4%	-1.3%	-1.8%	-1.04%	-1.05%	-3.5	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-2.1%	-0.10%	-0.10%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-0.6%	-0.03%	-0.02%	-1.2	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-1.1%	-0.04%	-0.05%	0.2	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-1.2%	-0.06%	-0.07%	0.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-0.4%	-0.10%	-0.11%	0.8	
Deuda Emergente	42.3%	43.6%	1.3%	-0.8%	-0.34%	-0.36%	0.1	
Fixed Income					-1.38%	-1.41%	-3.4	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de octubre 2023

En octubre se redujo acciones y bonos a *underweight* desde neutral, dejando la cartera con 10% de caja en un ambiente de alta volatilidad. Al cierre del mes la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 2.2%, 25 pbs. sobre el *benchmark*.

A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó ganancias principalmente por la posición larga en caja; (ii) la selección de instrumentos fue negativa en el margen. Generó ganancias acotadas la posición corta en acciones europeas mientras que restó valor el *OW* en Latam y Japón. En bonos nos perjudicó el largo en *treasuries* de 30 años y el corto en TIPS, lo que no logró ser compensado por el largo en corporativo emergente (tanto IG como HY) y *local markets*.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-2.1%	-7.7%	0.8%	7.3%	0.3%	2.5%	2.5%	4.6%	10.1%
Benchmark	-2.3%	-8.0%	0.8%	7.6%	-1.6%	1.7%	1.7%	3.2%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	25	24	-1	-29	185	80	81	134	
Acciones	-3.4%	-10.9%	2.6%	8.9%	2.3%	3.7%	3.3%	3.1%	14.8%
Benchmark	-3.4%	-10.8%	2.7%	10.1%	2.3%	3.7%	3.1%	2.6%	14.7%
Europe ex UK	-3.7%	-12.1%	2.2%	14.0%	4.4%	3.1%	1.3%	2.2%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	-5.5%	-15.2%	-6.1%	5.5%	-0.1%	1.1%	2.6%	6.2%	23.5%
UK	-4.2%	-8.8%	2.3%	12.8%	12.4%	3.8%	1.7%	3.9%	19.7%
US Large Cap Growth	-1.4%	-7.6%	29.7%	22.5%	8.5%	15.4%	14.3%	--	21.6%
US Large Cap Value	-2.6%	-8.2%	-3.6%	-1.9%	9.9%	6.0%	7.0%	--	17.3%
US Small Caps	-6.3%	-15.3%	-2.9%	-5.1%	6.2%	5.4%	6.8%	8.2%	24.1%
Japan	-4.5%	-9.5%	4.1%	14.3%	-0.3%	0.8%	1.9%	1.2%	15.7%
Desarrollados	-2.9%	-9.3%	7.9%	10.5%	8.1%	8.3%	7.5%	6.0%	19.1%
LatAm	-4.8%	-13.7%	7.5%	5.8%	13.6%	1.2%	-0.8%	7.4%	30.3%
LatAm Small Cap	-7.7%	-19.6%	4.3%	-2.9%	4.6%	-1.7%	-4.9%	5.7%	33.3%
China	-4.3%	-15.2%	-11.2%	21.1%	-16.9%	-2.6%	1.0%	6.8%	26.9%
EM Asia ex China	-3.8%	-10.2%	2.8%	10.4%	4.5%	6.7%	4.7%	--	19.6%
EM Asia Small Cap	-4.8%	-7.3%	8.8%	20.6%	7.4%	9.0%	4.8%	8.7%	19.6%
EM Europe and Middle East	-3.0%	-11.6%	-6.1%	-4.9%	-3.3%	-5.1%	-6.3%	1.8%	20.7%
Emergentes	-3.9%	-12.2%	-3.9%	6.2%	-4.6%	0.7%	1.3%	7.2%	19.1%
Renta fija	-1.3%	-5.1%	-1.4%	4.8%	-5.0%	-0.2%	0.5%	3.8%	6.2%
Benchmark	-1.3%	-5.1%	-1.3%	5.0%	-5.6%	-0.6%	0.1%	3.2%	6.2%
Treasuries 5Y	-0.5%	-1.9%	-1.2%	0.5%	-4.6%	0.2%	0.4%	3.0%	4.5%
Treasuries 10Y	-2.2%	-6.5%	-5.7%	-3.2%	-8.8%	-0.9%	0.1%	3.1%	8.0%
Treasuries 30Y	-5.4%	-15.3%	-14.7%	-10.9%	-18.5%	-4.2%	-0.5%	3.6%	16.7%
US Tips	-0.7%	-3.4%	-1.5%	-0.7%	-2.0%	2.3%	1.6%	4.2%	6.0%
Global Corporate IG	-1.2%	-4.8%	-0.5%	5.2%	-5.7%	0.0%	0.8%	4.0%	8.5%
Global Corporate HY	-1.0%	-2.5%	4.3%	9.0%	-0.2%	2.2%	2.9%	6.5%	9.9%
Deuda Desarrollados [1]	-1.7%	-5.8%	-2.9%	1.8%	-6.7%				
EM Sovereign IG	-2.1%	-6.6%	-3.1%	3.0%	-7.1%	0.0%	1.6%	5.4%	9.3%
EM Sovereign HY	-0.6%	-4.1%	3.6%	12.9%	-1.0%	-0.1%	1.6%	6.9%	14.4%
EM Corporate IG	-1.1%	-2.9%	0.7%	6.0%	-4.1%	1.1%	2.1%	--	6.3%
EM Corporate HY	-1.2%	-2.4%	0.3%	12.3%	-3.3%	1.0%	3.1%	--	10.7%
EM Local Markets	-0.4%	-4.4%	1.1%	7.7%	-1.2%	1.2%	-0.6%	--	10.1%
Deuda Emergentes [1]	-0.9%	-4.2%	0.6%	8.3%	-3.1%				
Caja	0.4%	1.4%	4.1%	4.9%	1.9%	1.8%	1.1%	1.4%	0.5%
Oro	6.8%	1.3%	10.1%	21.8%	2.0%	10.4%	4.2%	9.4%	14.5%

* 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.