

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Nov	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	6.7%	1.3%	7.5%	7.0%	-0.1%	3.6%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	6.9%	1.1%	7.7%	6.8%	-1.7%	2.8%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-16	15	-17	20	162	73	76	133	
Acciones	8.9%	1.3%	11.7%	8.4%	1.4%	5.0%	4.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	8.8%	1.2%	11.8%	8.8%	1.2%	5.0%	3.9%	3.0%	14.7%
Renta Fija	5.0%	1.0%	3.6%	4.6%	-4.3%	0.7%	1.1%	4.1%	6.2%
Benchmark	5.0%	1.0%	3.6%	4.5%	-4.9%	0.3%	0.7%	3.4%	6.2%
Caja	0.4%	1.4%	4.6%	5.0%	2.0%	1.8%	1.2%	1.4%	0.5%
Oro	1.9%	4.8%	12.2%	16.1%	4.9%	10.8%	5.0%	9.5%	14.5%

Resultados al 30 de noviembre de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

OUTLOOK 2024: Año de definiciones

En nuestro Outlook 2023 de hace un año mencionamos -primer gran tema- dos esperados giros; (i) del Fed cambiando hacia una política monetaria expansiva, a lo que se concluyó que no bajaría la tasa de referencia (*Fed Funds Rate*) hasta ver datos consistentes y sostenidos de baja en la inflación, además que la convergencia a la meta de 2% tardaría más de un año y (ii) los estímulos que comenzaría a aplicar China hacia una política pragmática para recuperar el crecimiento, sobre lo cual se esperó pragmatismo de parte del gobierno .

Al terminar 2023, la tasa en EE.UU. está en 5.5%, pues la resiliencia de la economía norteamericana ha sido destacable y recién comienzan a verse ciertas señales de debilidad. La inflación ha sido resistente y después de estar aún cercana a 4% hasta septiembre, en octubre se vio una baja significativa a 3.2% anual, llegando a 3.1% en noviembre. No obstante, los precios subyacentes, no volátiles, están aún en 4% anual.

Por su parte China, aunque dio un giro en su política, los estímulos y señales del gobierno no fueron suficientes para recuperar la actividad, ni la confianza de los inversionistas extranjeros y consumidores e inversores locales. La crisis inmobiliaria persiste y el gobierno “rescataría” al sector, pero está enfocado en el rebalanceo del crecimiento hacia la demanda y el consumo.

El segundo gran tema es que el riesgo geopolítico seguiría presente y afectando el quehacer mundial. Ciertamente las tensiones y guerras han estado presentes: controversias entre China y Estados Unidos en torno a Taiwán, sanciones varias en diversas regiones y países, se “eternizó” la guerra en Ucrania y estalló la guerra entre Israel y Hamás.

La desglobalización y regionalismo que mencionamos un año atrás se refleja en un mundo multipolar consolidándose, con múltiples características en varios ámbitos. Guerras; la de Ucrania perpetuándose en el tiempo y un reacomodo social, geopolítico y económico al estatus quo; la de Hamás e Israel que probablemente volverá a una situación de inestabilidad, tensión permanente y desequilibrio que se vive en la zona hace décadas; y ambas con costos humanos y sociales enormes e irreparables.

ÍNDICE

OUTLOOK 2024: El año de las definiciones1

Asignación de activos4

Outlook activos Alternativos.....19

Resultados TAACo Global Noviembre 2023 22

Desempeño histórico 23

2023: fue el año de alta inflación, alzas en las tasas de interés y desaceleración global

Inflación subyacente en EE.UU. sigue resistente

Estímulos en China no han sido suficientes

El riesgo geopolítico seguirá presente

Se consolida un mundo multipolar

Otra cara de los efectos de este mundo multipolar se da en dinámicas económicas producto de cambios en las relaciones internacionales. Entre ellas están el *nearshoring* y *friendshoring* (movimiento de actividades de empresas desde China hacia la India y México, por ejemplo).

Finalmente, el cuarto gran tema, la transición energética, siguió su curso, pero en términos de ritmo de avance éste se habría desacelerado y la geopolítica y el cambio climático con desastres naturales asociados hicieron que la demanda y producción de combustibles tradicionales creciera.

2024 sería en el año en que se defina el desenlace del ciclo económico actual, el que comenzó con la recuperación post pandemia en el tercer trimestre de 2020. Se pusieron en acción estímulos fiscales y monetarios sin precedente, lo que llevó a un sobre calentamiento económico con tasas de inflación no vistas hace cuatro décadas. Los bancos centrales del mundo, liderados por el Fed de Estados Unidos, implementaron políticas monetarias restrictivas y comenzaron a retirar la liquidez en una economía global y mercados que estaban en una postura monetaria expansiva y tasas de interés en mínimos históricos prácticamente desde la Gran Crisis del 2008 (24 años). Bajo crecimiento económico, ausencia de inflación y baja productividad caracterizaron dicho período. Por primera vez desde los 80s la economía global entró en un clásico ciclo económico de recuperación-aceleración-desaceleración que estaría llegando al mínimo. La economía de un mundo de características estructurales diametralmente distintas a lo que era hace cuatro décadas, que pasó por una revolución tecnológica y con una digital en curso, China de protagonista en el escenario global y nuevas dinámicas geopolíticas, políticas y sociales convierte en un gran desafío el posicionamiento de una cartera de inversiones para atravesar este período.

Para 2024, según nuestro análisis, entre los temas determinantes de la tendencia de los mercados globales destacan:

- I. ¿Cerrará este ciclo con un bache en la actividad, un aterrizaje suave o una recesión? ¿Permitirían las ganancias en la productividad producto de la Inteligencia Artificial y digitalización evitar un ajuste “doloroso” en el crecimiento? ¿Encontrará China su camino a un renovado crecimiento?

Actualmente el escenario que luce más probable en el corto plazo es un aterrizaje económico global suave o *soft landing*. Estados Unidos comienza a dar señales de debilidad en el mercado laboral y el sector servicios, pilares de la resiliencia que ha mostrado dicha economía. China registra una baja estructural en su crecimiento (alrededor de 4.5% el próximo año), una crisis persistente en el sector inmobiliario y estímulos económicos que enfrentan una falta de confianza de los consumidores e inversionistas locales y extranjeros que no ha permitido tomar tracción a la recuperación económica. El desempeño económico del gigante asiático seguirá dependiendo del balance y predominancia de estas variables.

Definitivamente la IV Revolución Industrial (digitalización, inteligencia artificial, nuevas mega tendencias) traerá consigo aumentos en la productividad. No obstante, cuándo se manifiesta ello y a qué ritmo es impredecible, además de complicado, de cuantificar si evitará que una tasa de interés alta por largo tiempo y el retiro de liquidez generen una recesión más profunda.

Desglobalización impulsa *nearshoring* y *friendshoring*

2024 sería un año de desenlace del ciclo económico, entrando en un clásico de recuperación-aceleración-desaceleración

Temas 2024:

¿Ajuste en actividad, aterrizaje suave o recesión?

Aterrizaje suave global como escenario base

IV Revolución Industrial traerá aumentos en la productividad

Lo anterior nos deja con escasa visibilidad hacia el segundo semestre de 2024. A partir de medio año se iría definiendo si este ajuste monetario desembocará en una recesión y se sabría quizás si el ajuste fue el justo o se produjo un error de política monetaria.

Escasa visibilidad de cara al 2S24

II. ¿A qué ritmo seguirán bajando la inflación y las tasas de interés?

El año 2024 será de bajas en las tasas de interés y normalización de la inflación. Pero gradualmente, y no se espera que el Fed cambie a una postura monetaria expansiva (comience a bajar la tasa de interés de referencia o *Fed Funds Rate*) hasta tener varios meses de caída en la inflación (incluida la subyacente o de no volátiles), sumado a datos de consumo y empleo más débiles. Eso también dejaría este esperado *pivot* -punto de inflexión- para el segundo semestre del año.

Fed esperaría a la segunda mitad del año para comenzar a bajar tasas

III. ¿Cómo se adaptarán la economía y mercados a la geopolítica? ¿Se están subestimando riesgos?

Las tensiones entre China y Estados Unidos, la pandemia y guerras recientes vienen alertando hace más de cinco años a gobiernos y empresas sobre la necesidad de la diversificación. Un mundo multi polar donde la falta de liderazgo global es evidente. Los mercados seguirán adaptándose, aunque con costos. Dependiendo de su ubicación y la naturaleza de su economía, regiones y países absorberán de diferente manera las consecuencias de lo que pasa con China y Estados Unidos, crisis geopolíticas y eventos climáticos.

La adaptación de las economías a la geopolítica será costosa y con diversas consecuencias

IV. El 2024 será un año de elecciones en 67 países, lo que implican 3,600 millones de personas y el 60% del PIB global. Estados Unidos, la Unión Europea, Reino Unido, India, Rusia entre ellos. En ciertos países se podrían ver sorpresas, como está sucediendo en muchos países del mundo, donde los extremos y la polarización ganan terreno. En este sentido sí es de esperar, en el caso de Estados Unidos, que por un tiempo (hasta luego de las elecciones) se mantengan altos los gastos fiscales (en contrapunto a la política monetaria) y con ello las tensiones en el congreso.

2024 será un año de elecciones globales, que podrían traer sorpresas

Los riesgos hacia 2024 son, (i) que se haya producido o se produzca errores de política que lleven a una recesión profunda; (ii) geopolíticos: un desenlace catastrófico de los conflictos y tensiones presentes, lo cual se entrelaza, en parte con, (iii) riesgos digitales y de ciberseguridad, aunque éstos también están relacionados a los delitos, mafia, narcotráfico, y terrorismo; (iv) eventos climáticos extremos disruptivos y; (v) riesgo sanitario, relacionado a potenciales nuevas pandemias.

Riesgos: errores de política, geopolítico, digitales, climáticos y sanitarios

En cuanto al posicionamiento para comenzar el año, no se realizaron cambios en la asignación de activos. Manteniendo una posición neutral en acciones globales con asignaciones que favorecen a Japón, América Latina y Asia emergente ex China. Se dejó *UW* en renta fija para mantener una asignación en caja (moderada). Dentro de renta fija se bajó la asignación en bonos de Tesoro con altas rentabilidades recientes y se neutralizó la asignación a TIPs (indexados por inflación), pues en noviembre las tasas habría sobre reaccionado (demasiado y muy rápido) a los datos de inflación positivos y señales de debilidad en la actividad en Estados Unidos.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | DICIEMBRE 2023

TAACo Global	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N			
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%		
Caja		5%	5%	OW	5.0%		
Oro				N			
Total Cartera							
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.5%	UW	-2.0%	0.5%	+
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%		
UK	2.9%	1.9%	2.4%	UW	-0.5%	0.5%	+
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N			
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N			
US Small Caps	3.6%	3.6%	3.6%	N			
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%		
Mercados desarrollados	56.0%	52.8%	53.8%	UW	-2.2%	1.0%	+
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%	5.1%	UW	-1.8%	-1.0%	-
Mercados emergentes	44.0%	47.2%	46.2%	OW	2.2%	-1.0%	-
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	5.2%	UW	-0.8%	-0.8%	-
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	11.9%	OW	0.4%		
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	6.6%	N		-0.5%	-
US Tips	2.8%	1.5%	2.8%	N		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%	57.3%	57.3%	UW	-0.4%		
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%	5.0%	5.0%	N			
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%		
Deuda emergente	42.3%	42.7%	42.7%	OW	0.4%		
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

Neutral acciones, sobreexposición a caja y subexposición a bonos

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

En renta fija OW treasuries 10 años, neutral TIPS. OW emergentes

RENTA VARIABLE

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

En 2024 se estima que continúe el estancamiento económico en la Eurozona, con un PIB que crecería apenas 0.6% (vs. 0.5% este año), mientras que la inflación mantendría una senda de convergencia para llegar a niveles cercanos a 2% hacia fines de 2024 de la mano de una economía que se enfría rápidamente (decepcionan datos de consumo, inversión, producción industrial, mercado laboral e inmobiliario, ente otros). Ante tal situación, el Banco Central Europeo podría realizar entre 4 a 5 recortes de tasas en 2024, comenzando en marzo, con el fin de dejar de restringir la economía.

No obstante, los recortes de tasas, la política monetaria aún será restrictiva en comparación a previo a la pandemia. Reflejo de ello, es que se estima que el consumo y la inversión se mantengan deprimidos, aunque se recupere en algo el comercio internacional junto con las exportaciones.

En lo más reciente, el *momentum* económico continúa mejorando, aunque se mantiene negativo. Las perspectivas mejoran marginalmente, con los indicadores líderes PMI de manufacturas y de servicios subiendo, pero manteniéndose ampliamente bajo 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 septiembre (los datos más recientes disponibles).

A nivel agregado, la inflación mantiene una senda de convergencia y sorprendió en noviembre al volver al rango meta al caer más de lo esperado y ubicarse en 2.4% anual (2.9% en octubre); la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como alimentos y combustibles- también bajó y registró 3.6% anual.

Ante la expectativa de término del ciclo de alza de tasas, inflación que vuelve al rango meta y una economía que se enfría, en el último mes las tasas corrigen a la baja. Como referencia, al 11 de diciembre la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años cayó en torno a 40 pbs. en los últimos 30 días para ubicarse en 2.59% y 2.26% respectivamente.

Noviembre reversó tres meses de caídas consecutivas para las acciones globales y europeas también. El Stoxx 50 subió 11% (en USD), mejor que las acciones estadounidenses. A pesar de ello, las acciones europeas mantienen el rezago de mediano y largo plazo respecto a pares desarrollados. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares. Esta última más de dos desviaciones estándar bajo el promedio.

Se estiman retornos accionarios acotados para el próximo año, pues a pesar de la menor presión en costos y los recortes de tasas de interés (lo que estaría en gran arte internalizado en los precios actuales), la demanda continuará debilitada tanto a nivel interno como a nivel internacional. Según Factset, para 2024 las utilidades corporativas crecerían 6.8%, lo que es corregido a la baja en el último mes y se compara negativamente respecto a pares desarrollados. El próximo año el crecimiento de utilidades sería liderado por el sector inmobiliario, tecnología y materiales, todos los cuales cuentan con una baja base de comparación debido a las pérdidas de este año.

Finalmente, uno de los principales riesgos políticos que se vislumbran, es la elección de parlamento europeo que se celebrará en junio 2024. Existe temor por la creciente popularidad de los partidos más de derecha que en general se inclinan hacia políticas menos amigables con el bloque europeo. Los triunfos de derecha más radical en Italia y más recientemente en Holanda, son ejemplos. Con todo, los resultados de las elecciones podrían aumentar no solo la incertidumbre sino también la volatilidad de los mercados.

Alta dependencia comercial de China -que no logra generar tracción-, débil *momentum* corporativo, recortes en los estimados de utilidades, constantes salidas de flujos (por 39va semana consecutiva salen flujos de fondos e ETFs) y perspectivas económicas negativas, pero que parecieran haber llegado a un piso y estarían internalizadas en los precios, nos llevan a **disminuir la posición *underweight***.

REINO UNIDO: Se disminuye el *underweight*

La economía británica permanecerá estancada en 2024, al igual que en el resto de Europa. El crecimiento alcanzaría 0.4% y la inflación no convergiría a la meta hasta al menos 2025, pues continuarían las presiones salariales en un contexto de mercado laboral ajustado. De esta forma, y a diferencia de otros países, los recortes de tasas de interés serían más

moderados. De momento, se estima que comenzando en junio el Banco de Inglaterra podría recortar 3 veces la tasa de referencia en 2024 para llevarla a 4.5%.

La débil situación macroeconómica se refleja a nivel corporativo. En 2024 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido crecerían 4.6%, dato que se ha corregido a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados. El índice tiene una exposición a generar ingresos domésticos de sólo 29%, pero la desaceleración global afecta la generación de ingresos internacionales, principalmente por el lado del sector energético y de materiales.

En el plano local y más reciente, el índice de sorpresa económica se mantiene en torno a cero, es decir, que los datos reportan prácticamente en línea con los estimados, destacando que éstos ya tienen internalizado un escenario negativo. PMIs tanto de manufacturas como servicios mejoran en noviembre, con el de servicios ubicándose en 50.9 pts., volviendo a nivel de expansión luego de 3 meses bajo 50 pts.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo se ubicó en 4.2% en el trimestre móvil terminado en octubre, con los salarios reales subiendo 1.4% anual causando preocupación al Banco de Inglaterra por los efectos inflacionarios de la subida de salarios. Por su parte, 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 19 meses consecutivos de contracción en términos interanuales).

Por su parte la inflación de octubre al caer más de lo esperado hasta 4.6% anual (5.7% en la medida subyacente) dio un respiro al Banco de 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 ciclo de alza de tasas. Acoplándose a los movimientos globales, la curva de tasas soberanas experimentó un *bull flattening* en los últimos 30 días, hasta el 12 de diciembre. La tasa a 2 años cayó 15 pbs. hasta 4.50% y la de 10 años en torno a 40 pbs. hasta 4.0%.

A pesar de la falta de convicción en una recuperación sostenida del país, falta de dinamismo global, recorte en los estimados de utilidades y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs, se disminuye la posición corta en acciones británicas debido a la lo atractivo de las valorizaciones, atractivo *dividend yield* (4.2%) y la expectativa de que los recortes de tasas de interés se adelanten.

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

En contra de los pronósticos, la economía no aterrizó, sino que mantuvo el vuelo. Este año la economía habría crecido 2.1%, al igual que en 2022. El ajuste monetario, retiro de liquidez y subida de tasas, no han logrado aún enfriar en forma significativa el consumo y el efecto en mercado laboral ha sido gradual. De acuerdo a Alpine, el efecto económico de las alzas de tasas podría tardar hasta 24 meses en materializarse, y vamos recién por el 20vo mes desde que comenzaron las subidas en marzo 2022. Dentro de los sectores donde ya se ven consecuencias del elevado nivel de tasas está el inmobiliario, donde la construcción y venta de viviendas nuevas ha bajado en forma considerable. En el margen también comienzan a disminuir los ahorros, lo que “normalizaría” el consumo, aumenta el uso de tarjetas de crédito y los impagos, no solo de hogares sino también corporativos, mientras baja el ritmo de creación de empleos. Así, comienza el aterrizaje suave de la economía, nuestro escenario base.

Las acciones estadounidenses, el principal mercado accionario del mundo (~63% de índice global ACWI) han subido en el año cerca de 20%, recuperándose de un 2022 con pérdidas similares. La subida de las 7 magníficas¹, potenciales ganancias en productividad por la inteligencia artificial y resiliencia económica, entre otros, han impulsado los retornos, lo que se vio acentuado en noviembre con una inflación que cede y da espacio para que el Fed sea más agresivo bajando tasas el próximo año.

2024 será un año desafiante para las acciones estadounidenses, por lo que ante la falta de visibilidad se toma un posicionamiento neutral. El rally de este año ha estado concentrado en pocas acciones y habría espacio para que permee en otros sectores. No obstante, las valorizaciones se han encarecido, la desaceleración económica se hará más evidente y las elecciones presidenciales junto con la geopolítica inyectarán volatilidad a los retornos.

La subida de 9% del S&P500 en noviembre reversó las pérdidas vistas entre agosto a octubre y encareció los múltiplos. La subida también refleja la fortaleza del sector corporativo. A pesar del debilitamiento de la demanda y perspectivas económicas, se espera que las utilidades crezcan casi 12% el próximo año, superando a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades estaría impulsado por los sectores de salud, tecnología y servicios comunicacionales.

Por el lado monetario, la inflación se acerca al rango meta, bajando a 3.1% anual en noviembre, con la medida subyacente manteniéndose en 4.0%. No obstante, no alcanzaría el 2% hasta inicios de 2025. De todas formas, la confirmación de la convergencia llevaría a que el Fed descarte nuevas alzas de tasas y que en su reunión de diciembre proyecte al menos 3 bajas en 2024. El mercado internaliza que los recortes de tasa comenzarían en entre marzo y mayo, con hasta 5 bajas en 2024. En consecuencia, la curva de tasas de interés de bonos del Tesoro retrocedió en el último mes. La tasa a 10 años cayó cerca de 40 pbs. hasta 4.25% y la de 2 años 35 pbs. hasta 4.70%.

Por su parte, en el plano político, la aprobación del presupuesto 2024 fue postergada para enero con la firma de una ley provisoria evitando el *shutdown* en noviembre. De momento, la discusión entre demócratas y republicanos se centra a nivel geopolítico en temas como el financiamiento de la guerra en Ucrania, Israel y el apoyo a Taiwán ante una eventual invasión China. A medida que avance el año el foco pasará a las elecciones presidenciales de noviembre 2024, que tendría como candidatos por el lado republicano a Donald Trump, y por el conservador, a Joe Biden.

Vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, señales incipientes de deterioro económico y elevada volatilidad de las tasas de interés, pero contrarrestado por un buen *momentum* accionario y entradas de flujos (principalmente a *large cap* en las últimas 8 semanas) nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral**.

JAPÓN: Se mantiene la sobreexposición en acciones japonesas

Japón es una excepción. De las pocas economías donde la inflación ha sido un problema favorable, se ha mantenido la política monetaria expansiva -incluso con tasas de interés negativas- y que estaría logrando acelerar su crecimiento en 2023. Liberación de políticas COVID, llegada de turistas, aumento en los salarios, inflación saludable que ha permitido lubricar la economía, entre otros, están impulsando el consumo – y el crecimiento-.

Por el lado corporativo también se está actuando. Hay en serie de reformas que buscan aumentar la transparencia del mercado de capitales y mejorar los gobiernos corporativos. Con fomentar que las empresas paguen más dividendos a recompras de acciones, se busca mejorar las valorizaciones de las compañías a través de mejorar la eficiencia del uso de

¹ Acciones de Apple, Amazon, Alphabet (matriz de Google), Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla

capital. También se está impulsando mayor participación de mujeres en directorios, presentar los estados financieros en inglés, entre otros.

Respecto a política monetaria, la inflación fue 3.3% anual en octubre y se espera que converja hasta 2% hacia el segundo semestre de 2024. De acuerdo al mercado, el Banco de Japón pondría fin a las tasas negativas durante el primer trimestre del próximo año, eliminando además el control de la curva. Tal movimiento podría permitir una senda de apreciación de yen que impulse los retornos de los inversionistas globales en USD.

En noviembre las acciones japonesas subieron, pero quedaron rezagadas respecto a las globales (USD +8.3% MSCI Japón). La razón P/U *fwd*. transa bajo su promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 8.8%, levemente bajo pares desarrollados.

A pesar de la salida netas de flujos de inversión a fondos e ETFs en las últimas 5 semanas, se decide **mantener en overweight la posición en acciones japonesas**. La decisión se sustenta en el buen *momentum* económico y corporativo, rezago en desempeño, valorizaciones más aliviadas y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

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

De cara al cierre de año, se decide mantener la sobre ponderación en acciones emergentes (menos acentuada), en un contexto en que, a pesar de las ajustadas condiciones financieras, la posición externa, fiscal y monetaria de estas economías se encuentra saludable. En China, el futuro es incierto, y a pesar de los estímulos fiscales y monetarios, la confianza se mantiene deprimida, la demanda interna debilitada y el sector inmobiliario apretado. Por el lado de Asia Emergente ex China, a pesar de un menor atractivo en valorizaciones, hay ciertos mercados en los que se podría observar un mejor desempeño de cara a 2024, ligado a la solidez macroeconómica y corporativa y la recuperación del sector de semiconductores. En América Latina, el adelantado comienzo del ciclo de recortes de tasa de referencia alivia las presiones sobre la actividad económica, y permitirá que se mantenga la estabilidad. Por su parte, en EMEA, aumenta el UW para financiar otras posiciones en las que se tiene más convicción, de cara a un año en que se ven notables divergencias en las perspectivas económicas, monetarias y corporativas para los países de la región.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el overweight

2024 va a ser un año marcado de acontecimientos políticos en la región, lo que suele tener impactos significativos en el mercado. En México, el año tendrá una historia de dos mitades, el primer semestre de cara a las elecciones, y el segundo semestre con la asunción del nuevo gobierno y su cercanía/lejanía de las políticas promercado. En Brasil, la agenda fiscal seguirá al frente de la discusión, con elecciones municipales, que al igual que en Chile se realizarán durante octubre. A pesar de la copada agenda política, ha primado el pragmatismo en los gobiernos, y las valorizaciones continúan descontadas. A lo anterior, se suman Banco Centrales que se adelantaron al ciclo de recortes, liberando cierta presión sobre los hogares y las empresas, pero aún con tasas en terreno contractivo. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica**.

En **Brasil**, la agenda fiscal liderará las noticias políticas de cara al próximo año, en un contexto en que el actual gobierno de Lula tiene una aprobación estable (38% según Datafolha y 51% según IPEC). La tendencia política del ejecutivo ha llevado a que la responsabilidad fiscal esté en el centro de la discusión, y al no revisar la meta de balance fiscal primario igual a 0% del PIB para 2024, en marzo se realizará una nueva evaluación con cierta información de cómo vendrán los ingresos fiscales. En este contexto, el gobierno está impulsando una serie de proyectos de ley para aumentar la

recaudación, de los cuales destacan, entre otros, los impuestos sobre fondos exclusivos y *offshore* (aprobado), y reducir los beneficios tributarios del interés sobre el patrimonio neto. Para simplificar la estructura tributaria, también se está tramitando una reforma del IVA, que planea ser neutral en recaudación. A pesar de que ya se comenzó a observar una desaceleración económica, el próximo año la economía se mantendrá resiliente y en línea con la desaceleración global, la economía brasileña crecerá 1.5%. Además del desempeño económico, ha destacado la fortaleza del real brasileño, cuya balanza comercial se mantiene atractiva, con precios de *commodities* favorables y términos de intercambio que lo benefician. Cabe destacar que, a diferencia del resto del mundo, las exportaciones de Brasil han venido al alza, y en línea con la desglobalización, cinco países del sudeste asiático pasaron a representar una mayor proporción del comercio brasileño que Europa. Por el lado de la política monetaria, el Banco Central comenzó recortando la tasa de referencia en agosto de 2023 y las proyecciones apuntan a que al menos en las siguientes tres reuniones mantenga el ritmo de recortes, y continúe este ciclo a lo largo del próximo año. La inflación ha seguido cediendo, y en noviembre se ubicó en 4.7% anual, y se estima continúe con esta tendencia hasta ubicarse alrededor de 4.2% al cierre de 2024, considerando que ya está dentro del rango de tolerancia del Banco Central ($3.5\% \pm 1.5\%$). Las valorizaciones continúan descontadas, y se proyectan utilidades para 2024 que crecerán en torno a 10%, con entradas netas de flujos de inversiones a ETFs de 1.8% del total de activos gestionados (AUM) el último mes. De esta forma, la actividad económica de Brasil se mantendrá positiva, aunque menos dinámica en el margen, con un Banco Central que continuará recortando tasas y un gobierno que parece será más responsable fiscalmente de lo que se esperaba, se mantiene el **OW en acciones brasileñas**.

En **México** el próximo año será una historia de dos mitades y estará marcado por las elecciones generales a realizarse en junio. Durante noviembre, se conocieron nuevas noticias de los precandidatos presidenciales, y el gobernador de Nuevo León, Samuel García, retiró su candidatura para mantenerse al mando de la gobernación. Así, si bien la intención de voto hacia el candidato se redirigiría hacia Xóchitl Gálvez, sigue siendo el escenario base que Claudia Sheinbaum (Morena) sea la próxima presidenta de México. Hasta ahora, la candidata del oficialismo ha mantenido un discurso moderado, que iría en línea con la tendencia del gobierno actual. Por otro lado, la economía mexicana se mantiene resiliente, tanto así que Banxico revisó al alza su proyección de crecimiento para este año y el próximo, llevando este último a 3.0%. El beneficio del *nearshoring*, que favorece en particular a México, se hace notar en la economía y se estima que la inversión extranjera directa alcance los USD 40 mil millones este año y se mantenga relativamente estable el próximo. En este contexto, la secretaria del Tesoro estadounidense, Janet Yellen, visitó México y confirmó el compromiso de la potencia mundial con impulsar el *nearshoring* en una reunión con el mandatario mexicano. Si bien la inflación en noviembre se aceleró en el margen (a 4.3% anual), la subyacente continuó a la baja encontrándose en 5.3% en doce meses. Así, el consenso de mercado anticipa que los recortes de tasa de referencia comenzarán el primer trimestre del próximo año, desacoplándose del Fed, y en línea con dichos de gobernadores de Banxico, dando un soporte adicional a la economía mexicana. Los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero continúan en terreno de expansión en noviembre, dando cuenta que, a pesar del debilitamiento global, la economía mexicana sigue dinámica. Las valorizaciones continúan descontadas, con tanto P/U *fwd.* como Precio/Valor Libro (P/VL) transando en torno a 1 desv. estándar bajo sus promedios históricos. Por su parte, las utilidades continuarán creciendo el próximo año y el subsiguiente, este último a doble dígito. A su vez, en el último mes se observa una entrada neta de flujos de inversión a ETFs por ~4.2% del AUM. Si bien el peso mexicano ha sido una de las monedas ganadoras del año, apreciándose ~12%, en adelante las perspectivas no son tan positivas, considerando en parte que el *spread* entre la tasa del Fed y Banxico se acotará en el corto plazo. Sin embargo, los factores positivos para tomar una sobreexposición a acciones mexicanas superan a los negativos, por lo que se decide **mantener el OW en México**.

En **Chile** 2024 estará marcado por temas políticos y económicos que definirán el rumbo del mercado. En una primera instancia, lo que suceda en el plebiscito constitucional del 17 de diciembre permeará en el desempeño de las acciones,

en tanto estas tendrían incorporado un triunfo de la opción “en contra”. Así, en caso de darse el resultado contrario, la incertidumbre política en la que ha estado inmerso el país producto de la discusión constitucional de los últimos cinco años disminuiría significativamente. De cara a 2024, la agenda política deberá ser clara en medidas que permitan salir del estancamiento económico en el que el país está sumido, así como en contener el deterioro fiscal, limitando el crecimiento de la deuda pública y recomponiendo los ahorros públicos, que fue uno de los puntos débiles que destacó la clasificadora S&P Global para revisar de estable a negativa la perspectiva de la clasificación de riesgo de Chile. En este contexto, avanzan las conversaciones en torno a un pacto fiscal (reforma tributaria), con medidas para impulsar el crecimiento, pero en marzo se conocerán las propuestas en torno a cambios impositivos. A su vez, el desenlace de la tramitación de la ley corta de isapres permitirá evaluar si se necesitarán cambios estructurales en el sistema de salud actual. Con respecto a la reforma de pensiones, su tramitación se mantiene pausada, pareciera que para retomarse posterior al desenlace del plebiscito. Por el lado económico, el deterioro es innegable, y si bien la actividad económica dejó de caer (en doce meses), esto se debe a una baja base de comparación y las proyecciones de crecimiento hacia el próximo año apuntan a una expansión en torno al 1.7%, por debajo del crecimiento tendencial (2.1%). La inflación ha continuado a la baja, y en noviembre se ubicó en 4.8% anual (6.0% el registro subyacente), y se encontraría alrededor de la meta (3.0%) en la segunda mitad de 2024. En este contexto, el Banco Central comenzó en julio el recorte de tasa de política monetaria (TPM), y se espera continúe este ciclo. Para la reunión de diciembre, el mercado se encuentra dividido entre un recorte de 50 y 75 pbs., lo que llevaría a la TPM a 8.5% u 8.25% respectivamente. Hacia 2024, se espera la TPM termine el año en torno a 5.25%. Las valorizaciones de las acciones chilenas siguen en niveles atractivos, y las proyecciones de utilidades para 2024 se normalizan, en tanto se observó una entrada de flujos a ETFs en el último mes equivalente a 3.4% del AUM. En este contexto, **dado que el escenario negativo ya está incorporado en el precio de las acciones chilenas, se mantiene la sobreexposición.**

En **Colombia** la actividad económica se mantiene deprimida. El PIB se contrajo un -0.3% a/a en el 3T23, acumulando una expansión de 1% en lo que va de año. En este contexto, las proyecciones de crecimiento tanto para este como para el próximo año se han corregido a la baja y se espera alcancen 1.3% y 1.1% respectivamente. Por su parte y a pesar de la menor actividad económica, la inflación cede lento, y se ubicó en noviembre en 10.2% anual (10.6% la subyacente). Lo anterior, presionado por el retiro gradual del subsidio a las gasolinas, que frenaría una eventual caída más abrupta en la inflación. Aun así, el mercado espera que comiencen los recortes de tasa de referencia en la reunión de diciembre. Finalmente, el mercado laboral continúa ajustado y la tasa de desempleo se ubica en mínimos de diez años. Por el lado político, el gobierno ha seguido perdiendo capital político, y distintos partidos han optado por retirarse de la coalición de gobierno (Liberales, Conservadores, Partido de la U y Alianza Verde) después del arrollador triunfo de la oposición en las elecciones regionales de octubre. Por su parte, la desaprobación de Petro se mantiene elevada y en torno al 60%. Esto, en un contexto en que, contra todo pronóstico, se aprobó la reforma de salud en el Congreso que plantea, entre otros aspectos, la transformación de las Entidades Promotoras de Salud (EPS) y que tendría un costo estimado de 0.4% del PIB. Con respecto a las otras dos reformas anclas del gobierno, la pensional y laboral, la probabilidad de aprobación se mantiene baja. Si bien el presidente se ha mostrado algo más amigable con grupos empresariales y la oposición, su bajo capital político hace que sea poco probable que se impulsen con éxito estas reformas de la forma radical como están planteadas. Por el lado fiscal, el Comité de la Regla Fiscal aseguró su cumplimiento para este año, pero sugirió que para cumplir en 2024 serán necesarios recortes de gasto, lo que limita aún más el margen de maniobra del ejecutivo. Con respecto a las valorizaciones, estas continúan transando en torno a 1 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL). A su vez, las utilidades se contraerán en 2024, aún con *momentum* negativo. Así, si bien el panorama político se mantiene complejo para el gobierno, mejorando de cierta forma el sentimiento sobre el país, la incertidumbre política se mantiene alta, así como el *momentum* económico deprimido. **Se mantiene la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el escenario macroeconómico sigue deteriorado y la actividad se contrajo en el tercer trimestre por tercer periodo consecutivo (anual). Así, a pesar de un crecimiento en el sector minero y de comercio, la caída de la pesca, construcción y manufactura han tenido un mayor impacto. En este contexto, y de cara a 2024, el PIB de Perú crecerá 2.0%, ayudado por una baja base de comparación. Con respecto a la inflación, esta ha venido convergiendo a la meta del Banco Central, y se espera esté anclada a la meta (3.0%) el próximo año. En este contexto, el Banco Central ha recortado en 25 pbs. por reunión la tasa de referencia desde septiembre, y debiera mantenerse en este ciclo, pudiendo acelerar el ritmo hacia 2024 si la actividad no despega. Por el lado político, eventos disruptivos en el corto plazo han cambiado las prioridades. Al cierre de 2023 se destapó un escándalo de corrupción en la fiscalía nacional que suspendió a la fiscal de su cargo y a parte de su equipo. Esto se da en un periodo en que el tanto el Congreso como el Ejecutivo tienen más de un 80% de desaprobación. La fiscal general respondió haciendo una acusación constitucional a la presidenta Dina Boluarte, pero que no debiera ser aprobada. Así, se mantiene el escenario base de que la actual administración, junto con el Congreso, se mantienen en su cargo hacia 2026. Sin embargo, los eventos recientes aumentan la incertidumbre e históricamente los presidentes peruanos son removidos por el Congreso cuando el descontento público aumenta, por lo que eso sería un factor a monitorear de cara a 2024. Con respecto a las reformas, el Congreso se ha concentrado en avanzar en medidas más populistas como es el caso de un nuevo retiro de los fondos de pensiones. Si bien su tramitación es lenta, pues debe ser revisado por el gobierno, el escenario base es que se apruebe el próximo año. Esto agrega presión adicional para el sistema de pensiones, considerando que se estima se retire entre el 8% y 25% del AUM de los fondos de pensiones, lo que deja poco espacio para una eventual reforma de pensiones. 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 12% en 2024 y se corrigen a la baja en el último mes. A su vez, se siguen observando salidas netas de flujos de inversión de ~4.7% del AUM de los ETFs en el último mes. Por último, con respecto al fenómeno del Niño se mantiene como escenario base que se dé un evento moderado de cara al periodo más lluvioso (fines de marzo), lo que ya estaría incorporado en las proyecciones. De esta forma, con valorizaciones cerca de sus promedios, un Banco Central que comenzó el ciclo de recortes y podría acelerarlos, pero una actividad económica deprimida y un aumento en la incertidumbre política, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, 2024 será un año de transición, y es que asumido el gobierno del político libertario Javier Milei, la viabilidad de los cambios radicales que proponía en su campaña deberán ser evaluados. En este contexto, el nombramiento del ministro de economía (Caputo) y la cabeza del Banco Central (Bausili), permiten entrever que la dolarización de la economía argentina no es una de las prioridades al inicio del gobierno. Sin embargo, hay cambios que sí se realizarán, entre ellas las anunciadas por el Luis Caputo que incluyen llevar el dólar oficial a ARS 800 (devaluarlo más de 55%), no renovar contratos laborales del Estado con menos de un año en vigor, reducir los ministerios a la mitad, al igual que las secretarías, eliminar las licitaciones nuevas por parte del Estado, reducir subsidios a la energía y transporte, entre otros. Así, la autoridad dio a entender que se vendrán meses difíciles, y que medidas como estas presionarán aún más el nivel de precios, que continuaría creciendo a dos dígitos (mensual) en los próximos periodos. A pesar de que el mercado ha recibido las noticias tanto del triunfo como de la asunción de Milei como algo positivo, los desbalances macroeconómicos se mantendrán en el corto y mediano plazo, y puede cambiar el sentimiento *risk on* que se ha instalado en el mercado argentino. Así, la actividad económica siguió a la baja en septiembre y se habría contraído un 0.7% interanual en el tercer trimestre, en tanto el mercado está esperando una contracción de 2.1% del PIB para este año y 1.6% para 2024. La inflación fue 142.7% anual en octubre y se seguiría acelerando en noviembre. En este contexto en que se dispó parte de la incertidumbre política, pero la asunción del nuevo gobierno y los cambios que propone podrían añadir ruidos adicionales, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

La accidentada y desafiante recuperación económica posterior a la reapertura en 2023, nos hace replantearnos un cambio estructural en el crecimiento económico de **China**, hacia niveles de largo plazo en torno a 3%-4%, bajo lo observado en la última década. La *Central Economic Work Conference* -instancia que reúne a los principales líderes chinos para determinar las principales prioridades económicas- culminó en diciembre, anunciándose medidas que decepcionaron a los inversionistas, por su falta de énfasis en solucionar los problemas inmobiliarios. Sin embargo, dentro de las prioridades anunciadas se encuentra la modernización e industrialización del país, además de expandir la demanda interna y avanzar en promover el desarrollo verde y bajo en carbono. En el corto plazo, se debiera dar a conocer la meta de crecimiento para 2024, que se espera se mantenga en torno a un 5%. Los estímulos monetarios y fiscales entregados por el gobierno chino de manera coordinada no han sido capaces de revertir la debilitada confianza de tanto consumidores como inversionistas, llevando al mercado a exhibir retornos en lo que va del año muy por debajo de sus pares. En este contexto, el gobierno ha reafirmado el giro en el discurso, con un comunicado del Politburó que confirma que se mantendrán los apoyos fiscales y monetarios. Estas serán claves para navegar el panorama económico en 2024. Otro foco sigue siendo el mercado inmobiliario y este ya habría alcanzado su *bottom*. Se espera que el gobierno mantenga los esfuerzos para estabilizarlo, aunque estas medidas irían dirigidas a “rescatar” el sector y no a impulsarlo, dando pie a que deje de ser un motor económico y que tenga una menor incidencia en el PIB total (actualmente se estima 30%).

Luego del recorte de perspectiva de los bonos soberanos de China desde estable a negativa por parte de Moody's, el Banco Central reaccionó, cambiando la tasa de cambio diaria para prevenir una mayor depreciación del yuan. A pesar de una inflación que se contrae en sus últimos dos registros, se espera retorne gradualmente a la meta, con una autoridad monetaria que mantendría su postura actual durante 2024, considerando que en noviembre 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 lado geopolítico, aunque en la reunión entre Xi y Biden en la APEC buscó mejorar las relaciones deterioradas entre los países, las tensiones en torno a las elecciones en Taiwán serían una presión adicional que podría deteriorar más las relaciones cristalizadas por las restricciones comerciales, de inversión y acceso a semiconductores de alta gama por parte de Estados Unidos a China. En otro flanco, el riesgo sanitario vuelve a estar sobre la mesa, luego de que la Organización Mundial de la Salud le pidiera informes sobre el aumento de casos respiratorios no identificados en niños.

Con respecto a la actividad económica, el PMI Caixin de manufacturas volvió a terreno expansivo en noviembre, a 50.7 pts., contrario al registro oficial que continúa en sector contractivo, mientras que el de servicios se mantuvo en sector expansivo, levemente sobre los 50 pts. A su vez, las exportaciones sorprendieron y crecieron 0.5% interanual en noviembre, la primera alza luego de 6 meses consecutivos de contracción, mientras que las importaciones decepcionaron con una caída de 0.6% en doce meses. Por el lado de las utilidades industriales, crecieron 2.7% interanual en octubre vs. el crecimiento de 11.9% en septiembre, si bien es el tercer mes consecutivo de ganancias, se vio favorecido por la baja base de comparación en 2022, dando una señal de débil impulso del sector industrial. Mientras que, por el lado de los estímulos, el gobierno chino elaborará una lista de 50 empresas inmobiliarias que recibirán apoyo estatal. En la lista preliminar se encontrarían desarrolladores como Country Garden y China Vanke, además la lista contará con desarrolladores privados y estatales. El objetivo es apoyar la industria a través de préstamos bancarios, deuda y financiamiento de capital, buscando disminuir las crecientes preocupaciones sobre incumplimientos, departamentos sin terminar y la contracción en la inversión inmobiliaria.

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 14% para el próximo año, pero se corrigen

a la baja. De esta forma se decide **mantener la posición neutral en acciones chinas**, considerando que, a pesar de las atractivas valorizaciones y los estímulos fiscales, la crisis en el sector inmobiliario se mantiene y los bajos niveles de confianza frenan el desempeño del mercado.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight*

En Asia Emergente se verá una mejora en el *momentum* económico de cara a 2024. Si bien algunos países comenzarán con los recortes de tasas de referencia, la política monetaria se mantendrá restrictiva y la inflación controlada. India continuará beneficiándose del *friendshoring*, ante el desacople económico parcial de occidente con China, mientras que economías como Taiwán y Corea del Sur verán mejoras en sus fundamentos corporativos, en la medida que se dejan atrás las caídas en la industria de semiconductores. Esta región también será testigo de un gran número de elecciones; entre ellas las generales en India e Indonesia, y presidenciales en Indonesia y Taiwán, y de Asamblea General en Corea del Sur. Algunos de estos eventos añadirán más incertidumbre al mercado que otros, por lo que se deberán monitorear de cerca. A su vez, si bien la región está expuesta a ciertos riesgos, como la incertidumbre geopolítica, sus fortalezas compensarían la materialización de estos eventos.

Se decide mantener en *overweight* las acciones indias. Se mantiene el *momentum* económico y el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 56.0 y 56.9 pts. respectivamente en noviembre. Mientras que se espera que el crecimiento de la economía se mantenga en niveles cercanos al 6% tanto para 2024 y 2025. La inflación de noviembre fue 5.6% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%) y se espera que la inflación continúe con una tendencia de desaceleración. Sin embargo, esta podría verse presionada por el aumento de precios de las materias primas, como el petróleo y los alimentos, aunque para estos últimos el entrante sería un año normal para los monzones, disminuyendo las presiones inflacionarias, además de la intensificación de los controles de productos agrícolas con el objetivo de mantener los precios bajos. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50% y se espera que se mantenga la tasa durante el primer semestre de 2024 y se inicie el ciclo de recortes en el segundo. Por el lado de las valorizaciones, éstas suelen transar sobre promedios históricos, encontrándose sobre la media de 5 años (P/U *fwd.*). 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, aunque ambos se han corregido a la baja durante el último mes. Por el lado político, se realizarán elecciones generales en mayo del próximo año y el mercado internaliza una victoria y el tercer mandato de Modi y así una continuidad de las reformas y políticas, luego de que el partido ganara las elecciones en tres estados en conjunto con la alta aprobación y su consolidación internacional. Por lo que un resultado sorpresivo tendría implicancias en el crecimiento y estabilidad macroeconómica. Por el lado geopolítico, las tensiones con Canadá y EE.UU. parecen no influir en las relaciones con ambas economías y parecen afectar las expectativas sobre India y su estabilidad política y económica.

Las acciones surcoreanas se llevan a *overweight* desde una posición neutral. Mejora del *momentum* económico en Corea del Sur, el PMI de manufacturas de noviembre aumentó a 50 pts., el registro más alto desde junio de 2022. La inflación en noviembre sorprendió y se desaceleró hasta un 3.3% anual; el mercado espera que la inflación se estabilice en 2.5% durante el primer semestre de 2024 (meta de 2.0%). A su vez, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia durante la reunión de noviembre con el objetivo de mantener controlada la inflación y el aumento de la deuda de los hogares. Sin embargo, el mercado internaliza que los recortes podrían iniciar posterior al inicio de recortes del Fed. En torno a la deuda de los hogares continúa la preocupación respecto a su efecto de largo plazo, aunque se espera que esta se desacelere su ritmo de crecimiento durante 1S24. Por el lado del sector de semiconductores, se espera que en 2024 el sector entre en “*Cycle upturn*”, proyectándose un crecimiento anual compuesto de 31% entre 2023 y 2027. En la misma línea, ya se

vislumbra un repunte de semiconductores, las exportaciones de éstos crecieron 12.9% anual en noviembre, registrando la primera expansión en 16 meses. En este contexto las exportaciones pasan a ser el principal *driver* de la economía, dejando atrás el consumo como motor principal. Samsung (empresa con peso significativo en el índice), proyecta una mayor demanda de chips de alta gama impulsada por la inteligencia artificial, la cual agotaría los inventarios. Por su parte, las acciones coreanas repuntaron USD 16.2% durante noviembre, el mejor desempeño dentro de Asia Emergente, pese a que las valorizaciones transan 1 desviación estándar sobre sus promedios históricos, en el último mes se registran entradas netas de flujos de inversión a ETFs por 11.3% del AUM. Finalmente, la proyección de utilidades para 2024 y 2025 son de las más altas dentro de Asia EM y crecerían a doble dígito.

Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán. Las acciones taiwanesas aumentaron USD 13.1% en noviembre, mientras que el dólar taiwanés que se apreció 3.6%. Pese a ello, el *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de noviembre se ubicó en 48.3 pts. Por el lado de la inflación, esta se moderó a 2.9% anual en noviembre, mientras que la inflación subyacente se ubicó en 2.4%, el registro más bajo desde marzo de 2022 y se espera que el índice de precios converja a la meta (2.0%) durante el primer trimestre del próximo año. En línea con una inflación controlada, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en septiembre y se espera que la mantenga en la reunión de diciembre, así el mercado proyecta que el inicio de recortes de tasas sea durante 3Q24. Por el lado de las valorizaciones, las acciones taiwanesas lucen caras, transando sobre 1 desv. estándar respecto al promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.* mientras que la proyección de crecimiento de utilidades para el 2024 es de doble dígito, pero se corrige a la baja durante el último mes. El principal foco de incertidumbre de esta economía se encuentra en las elecciones presidenciales del 13 de enero del próximo año, debido a las tensiones con China y una posible escalada militar, interviniendo Estados Unidos. Hasta el momento las encuestas dan como posible ganador a Lai Ching-te, perteneciente al Partido Progresista Democrático, partido de la actual presidenta, la cual tiene una postura más proclive a la independencia de Taiwán y eleva la posibilidad de aumentar las tensiones. Impulsada por un repunte en la demanda de China, por el lado de las órdenes de semiconductores, estas cayeron 0.3% desde un 16.7% el mes previo. A pesar de que los registros continúan negativos, se espera que el ciclo de semiconductores impulse la economía taiwanesa durante 2024.

Se mantiene la posición neutral en Indonesia. Las acciones de Indonesia se quedaron atrás dentro de Asia Emergente durante el rally de noviembre (USD 5.9%). Mientras que valorizaciones lucen atractivas, encontrándose por debajo de su promedio histórico (tanto P/U *fwd.* como P/VL). Por el lado económico, continúa con un *momentum* positivo y se espera que perdure durante el próximo año creciendo en torno a 5%. El PMI de manufacturas se encuentra en 51.7 pts. en noviembre, aunque con una tendencia a la baja en los últimos cuatro meses. Por su parte, la inflación se encuentra bajo el rango objetivo del Banco Central (1.9% anual en noviembre, rango 3% \pm 1%) y se espera retorne al rango durante el año próximo. Durante la última reunión de noviembre se mantuvo la tasa de referencia en 6.0%, luego de un alza de 25 pbs. en octubre como medida para estabilizar la rupia. Se espera que los recortes inicien durante 2S24. A su vez en lo político, en febrero se realizarán elecciones presidenciales siendo el principal riesgo ya que de ello depende la continuidad de las políticas promercado. Por el lado de **Tailandia se aumenta el *underweight*.** Se espera que la recuperación de la economía tailandesa continúe lenta e incierta, debido a que la desaceleración de China podría retrasar la recuperación del turismo y las exportaciones. Lo anterior podría presentar una dependencia a estímulos gubernamentales para mantener una senda de crecimiento algo más estable. El *momentum* económico se mantiene deteriorado y el PMI de manufacturas persiste en terreno contractivo en noviembre. Por el lado de los precios, la inflación continúa cayendo en noviembre y por segundo mes consecutivo tiene registros negativos (-0.4% a doce meses). El mercado internaliza que durante el segundo trimestre la inflación retome la convergencia a la meta (2.0%), mientras que en su última reunión de política monetaria en noviembre se mantuvo la tasa de referencia en 2.5% y se espera que se mantenga tal nivel durante 2024.

Por su parte, las valorizaciones de las acciones transan en torno a sus promedios de 5 años (P/U *fwd.*) y las proyecciones de utilidad para el próximo año se corrigen a la baja.

EMEA: se aumenta el *underweight*

Hacia 2024, las perspectivas económicas de la región mejoran en el margen, tras un 2023 que ha sido particularmente difícil. Con respecto a la política, si bien las propuestas de los gobiernos de turno se han vuelto más pragmáticas, se mantienen riesgos de la implementación de medidas populistas, de cara, por ejemplo, a las elecciones municipales en Turquía (marzo), generales en Sudáfrica o de la presión de Arabia Saudita en el marco de la OPEP+ para reducir la producción de petróleo. Los bancos centrales de la región se mantienen en sendas divergentes, con niveles de inflación que convergen en casi toda la región, con excepción de Turquía. Con respecto a los precios de *commodities*, se mantiene la volatilidad. Si bien las expectativas apuntan a que se mantengan relativamente estables en los niveles actuales a lo largo de 2024, a pesar de acontecimientos recientes que tenderían a presionar al alza el precio del petróleo, los excesos de oferta parecen más que compensar estos eventos y el precio se ubica cerca de los mínimos del año.

El crecimiento del próximo año de **Sudáfrica** será impulsado principalmente por menores cortes del suministro eléctrico, debido a una mejora en la capacidad de la empresa estatal Eskom y la incorporación de fuentes de energía renovables. En tanto el PMI de manufacturas de noviembre aumenta a 50 pts. Por el lado de la inflación, continúa controlada dentro del rango objetivo (3.0% a 6.0%) ubicándose en 5.9% anual en octubre, mientras la subyacente cae a 4.4%, sobre las expectativas. En este contexto el Banco Central en su última reunión de noviembre mantuvo la tasa de interés en 8.25% y se espera que los recortes comiencen durante el segundo trimestre del próximo año, debido a que se proyecta una inflación en torno al 5%, aunque podrían existir presiones inflacionarias por el lado del precio del petróleo y alimentos. Sin embargo, el lado político es el principal riesgo debido a las elecciones generales de 2024. La principal preocupación es que se adopte un tono populista antes de las votaciones, afectando así la estabilidad de las políticas macroeconómicas y la salud fiscal. Respecto a las valorizaciones, las acciones transan en torno a sus promedios de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son positivas y de doble dígito siendo ambas corregidas al alza durante el último mes. En este contexto, **se mantiene la posición neutral**.

Se decide neutralizar las acciones turcas desde *UW*. Este 2023 ha sido un año volátil para los activos turcos debido a una actividad económica que continúa entregando señales de debilidad, aunque con un giro a políticas ortodoxas principalmente para combatir la alta inflación. A pesar de que el *momentum* económico continúa débil y el PMI de manufacturas de noviembre cae a 47.2 pts., la inflación ha sorprendido por tercer mes consecutivo bajo las expectativas. Durante noviembre esta última se ubicó en 62.0% anual, en tanto la medida subyacente se aceleró hasta 69.8%. Se espera que la inflación alcance su máximo en mayo del próximo año en un nivel sobre 70% para comenzar a caer principalmente por una base de comparación favorable, alcanzando así una inflación al cierre de 2024 en torno al 40%. 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 noviembre hasta 40% y se espera que aun queden a lo menos 2 subidas, lo que afecta el crecimiento, esperando que este se encuentre bajo el potencial. A su vez, la lira turca se ha depreciado USD 35.3% en lo corrido del año, siendo unas de las monedas más castigadas. Por el lado político, el año entrante se realizan elecciones municipales las cuales son claves para el voto de confianza sobre el presidente Erdogan, reelecto este año, y las políticas implementadas para combatir la inflación, debido a que uno de los principales riesgos es la interrupción de estas medidas de normalización afectando la confianza de los inversionistas. Por otro lado, continúan las tensiones con Israel por la postura que ha adoptado el mandatario turco respecto al conflicto en Medio Oriente y el apoyo a la causa palestina. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan bajo sus promedios de 5 años. Por su parte, las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y de doble dígito para 2024 y 2025. En resumen, aunque el Banco Central mantiene su sesgo

contractivo para combatir la inflación y la economía continúa deteriorada, la continuidad de implementación de medidas ortodoxas es optimista y junto con valorizaciones atractivas, se decide **neutralizar las acciones turcas desde UW**.

Aumenta la posición UW que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Las perspectivas de crecimiento de estas economías son débiles e incluso bajo el crecimiento tendencial en el caso de República Checa. Por otro lado, aunque ya se inició el ciclo de recortes en Hungría y Polonia este podría verse afectado por la continuidad de presiones inflacionarias y que se mantenga consistentemente sobre la meta. Además, el *momentum* económico continúa deteriorado, y los PMIs de manufacturas de Polonia y República Checa se mantienen en terreno contractivo, aunque Hungría se encuentra en terreno expansivo. A pesar de que las valorizaciones continúan atractivas, se aumenta la subexposición en acciones de economías C3.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** cayó marginalmente en noviembre hasta 57.5 pts., en terreno de amplia expansión. La inflación continúa con la tendencia de desaceleración y cae a 1.6% anual en octubre, manteniendo la ausencia de presiones inflacionarias. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en niveles justos y las proyecciones de crecimiento de utilidades pasan de negativas para este año a positivas y a doble dígito para 2024 y 2025. Durante la reunión de noviembre la OPEP no hubo un acuerdo transversal y cada país anunciará sus respectivos niveles de producción. Arabia Saudita continuará con los recortes voluntarios de producción para mantener el precio del crudo en un piso y se espera que los recortes continúen por lo menos durante el primer trimestre de 2024, debido a una demanda estacionalmente más débil y una oferta más fuerte por parte de Estados Unidos; estos recortes han afectado a las exportaciones y el crecimiento. Se proyecta que la actividad económica se apoye tanto por la inversión pública como privada y reformas estructurales en línea con la “Saudi vision 2030 strategy” para diversificar la economía, mientras que durante la COP28 Arabia Saudita ha buscado definir un futuro claro para el petróleo, carbón y gas. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, pero 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 *underweight* en *treasuries* de 5 años, se mantiene el *overweight* en 10 años y se neutraliza el *overweight* en 30 años junto con el *underweight* en TIPS

El 2023 ha sido un año lleno de incertidumbre y volatilidad en los mercados de renta fija. Si bien a inicios del año, luego de los episodios de estrés financiero, la recesión y el inicio de los recortes de tasas este año parecían ser conceso de mercado, la resiliencia de la economía norteamericana y en consecuencia la postura más *hawkish* por parte del Banco de la Reserva Federal tomó a los mercados por sorpresa, provocando así un ajuste mediante las tasas al nuevo escenario de *soft landing* y de tasas “*higher for longer*”. Por su parte, la sorpresiva resiliencia de la actividad económica en EE.UU. ante el ajuste monetario tiene su explicación en la fortaleza del sector servicios y del mercado laboral norteamericano, que han sido los pilares del crecimiento económico durante el 2023 y recién comienzan a mostrar ciertas señales de debilidad. Por otro lado, la inflación continúa desacelerándose, alcanzando un 3.1% en noviembre, sin embargo, la inflación subyacente aún se mantiene elevada en niveles de 4% y se espera que esta bajada de la inflación a su meta del 2% sea más difícil y tome más tiempo de lo estimado. De esta manera, las tasas alcanzaron niveles no observados desde antes de la crisis financiera de 2008, con la tasa del bono del tesoro de 10 años superando el 5% para luego del *rally* de noviembre regresar al 4.2%, mientras que la de tasa de 2 años alcanzó un 5.22% y vuelve a 4.72% (al 12 de diciembre). Por su parte, a lo largo del año se ha mantenido la inversión de la curva entre el bono de 10 y 2 años alcanzando valores mínimos de -

108 pts. en marzo luego de los episodios de estrés en el sistema bancario, mientras que en el reciente *selloff* de *treasuries* alcanzó un máximo de -11pts., acercándose a una desinversión. En cuanto a 2024, el escenario económico más probable en el corto plazo es un *soft landing* con una actividad económica y mercado laboral que continúan enfriándose, y por otro lado, la inflación seguiría normalizándose de manera gradual lo que eventualmente permitiría al Fed comenzar con los recortes de tasas. Actualmente, el mercado estaría esperando alrededor de 5 recortes iniciando en torno a mayo, sin embargo, nos parece excesivo y nuestro escenario base es que Fed cambie a una postura monetaria expansiva durante el segundo semestre de 2024. 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 mantiene en estable en torno a 126 pts., niveles históricamente elevados, pero mostrando moderación con respecto a los niveles de los últimos meses tendencia que esperamos continúe el próximo año. 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 2.03% y 2.19% (al 12 de diciembre) a medida que se han reducido las presiones inflacionarias generadas por el petróleo, de esta manera que las expectativas inflacionarias de largo plazo vuelven a anclarse a la meta del Fed (2%). Es así que, tras el *rally* iniciado en noviembre y las agresivas expectativas de recortes de tasas del mercado para el próximo año, se mantiene la incertidumbre con respecto a la trayectoria de las tasas en el corto-mediano plazo y esperamos que el Fed retome un discurso más *hawkish* en la reunión de diciembre en busca de realinear las expectativas de mercado y mantener las tasas en un nivel restrictivo. Dado lo anterior, **se toma una posición corta táctica en *treasuries* de 5 años dadas las dislocaciones de expectativas entre el Fed y el mercado, se mantiene la exposición en *treasuries* de 10 años y se neutraliza la posición de 30 años tomando utilidad del rally de noviembre. Por otro lado, se mantiene neutraliza la posición en TIPS dado el atractivo nivel de tasas reales.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el OW

Por el lado de *Investment Grade*, durante gran parte del año observamos como tanto el Banco de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo se alinearon con el mensaje de “*higher for longer*” indicándole al mercado que mantendrían las tasas elevadas en niveles contractivas durante el tiempo necesario hasta asegurar la convergencia de la inflación hacia la meta del 2%. Es así como observamos que, a pesar de que el Fed y el BCE no realizaron movimientos en la tasa de referencia desde julio y septiembre respectivamente, las tasas continuaron alza llegando a máximos del ciclo actual. Sin embargo, a partir de noviembre, tras datos económicos más débiles y mensajes más *dovish* de ambas entidades monetarias las tasas comenzaron a caer impulsando los retornos de los activos de mayor duración. Con respecto al próximo año esperamos que se mantenga la actual divergencia económica entre EE.UU. y Europa, con una economía norteamericana que se mantiene resiliente, pero comenzaría a observar en mayor medida los efectos del ajuste monetario alineándose con un escenario de *soft landing*. Por su parte en Europa, la actividad económica continuaría deteriorada y el mercado laboral débil, de manera que la economía europea enfrentaría un estancamiento económico el próximo año, por lo que existe una mayor probabilidad que el BCE comience antes con los recortes de tasas. Por su parte *Investment Grade* se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* elevado por sobre 5.5%, mientras que la mejor calidad crediticia ofrece una mayor protección frente a eventos de riesgos no materializados y deterioro de la actividad económica. Por otro lado, la mayor duración generaría ganancias de capital a largo plazo a medida que los bancos centrales de países desarrollados comiencen con el ciclo de recortes de tasas la segunda mitad del año. Dado lo anterior, se mantiene el **OW en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

En cuanto a *high yield*, durante el 2023 la clase de activo se mantuvo resiliente frente al ajuste monetario, ofreciendo una mayor protección a las alzas de tasas producto de su menor duración y generando un *outperformance* con respecto al resto de activos de renta fija. Por su parte, el buen desempeño de la clase de activo viene explicado por el comportamiento de los *spreads* los cuales, tras superar los episodios de estrés financiero de marzo y tensiones geopolíticas en octubre,

vuelven a comprimirse a niveles por debajo de su promedio histórico, impulsados por la resiliencia económica de la actividad y la fortaleza del mercado laboral estadounidense. Mirando hacia 2024, si bien la clase de activo continúa ofreciendo un nivel de *yield* relativamente alto, tras el reciente *rally* de tasas, este mostró una caída significativa y luego de alcanzar niveles de 9.5% cae a 8.3% restándole atractivo en cuanto a retornos. Por otro lado, a pesar de que la menor duración ha beneficiado a la clase de activo durante el último año, para 2024 esperamos que el Fed inicie el ciclo de recortes el segundo semestre lo que sería positivo para alternativas de mayor duración. En términos de riesgos, la menor calidad crediticia de la clase de activo otorga un menor grado de protección frente a eventos geopolíticos y escenarios de mayor deterioro económico, mientras que los niveles actuales de *spread* parecen sobreestimar la resiliencia económica norteamericana por lo que la clase de activo es vulnerable a una ampliación de *spreads* durante el 2024. 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 la exposición a bonos corporativos HY y el *overweight* en bonos corporativos IG y *local markets*

Con respecto a la deuda emergente, 2023 estuvo marcado por la fuerte correlación de las tasas de países emergentes con las tasas de los bonos del tesoro norteamericano, en un año en donde el *treasury* de 10 años superó el 5% alcanzando. De esta manera observamos que, a pesar de que múltiples economías emergentes comenzaron con el ciclo de recortes de tasas, las tasas locales se acoplaron a los movimientos de los *treasuries* y los bancos centrales emergentes moderaron sus políticas monetarias expansivas con el fin de evitar mayores depreciaciones en sus monedas. Sin embargo, con el inicio de noviembre comenzamos a ver cambios en el entorno global y en su última reunión el Fed adoptó una postura más *dovish* impulsando un *rally* en los activos de renta fija y reduciendo las presiones en las tasas locales. Bajo el contexto anterior, para 2024 mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante las caídas en tasas, a medida que países emergentes migran hacia una política monetaria expansiva, la cual podría volverse agresiva a medida que disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose. Respecto a la deuda soberana emergente, a pesar de que la clase de activo se vería beneficiada por su mayor duración ante los eventuales recortes de tasas de países desarrollados y los ya iniciados recortes de los países emergentes, la incertidumbre geopolítica en un año de elecciones y la desaceleración económica global nos llevan a mantener cautela en la clase de activo debido a su menor calidad crediticia. Por el lado de la deuda corporativa emergente, para el próximo año se mantiene la preferencia por *Investment Grade* desde una perspectiva de riesgo-retorno. La mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos riesgos locales y globales, su mayor duración generaría retornos de capital ante las caídas de tasas, mientras que mantiene un *yield* atractivo de 6%. En cuanto a *High Yield*, el año pasado la clase de activo tuvo un *underperformance* con respecto al mundo desarrollado afectado principalmente por las tensiones geopolíticas globales y por la inestabilidad del sector inmobiliario chino, manteniendo los *spreads* en niveles históricamente bajos, pero sin las grandes compresiones que observamos en la deuda desarrollada. Sin embargo, para 2024 observamos una menor vulnerabilidad en los *spreads* en *high yield* de países emergentes con respecto a desarrollados, ya habiendo incorporado este año una serie de *defaults* esperados para el próximo y un sector inmobiliario chino en donde se mantiene la incertidumbre, pero ya habría alcanzado un piso. Por otro lado, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* atractivo (9.6%) por sobre los niveles del mundo desarrollado, a costo de un mayor riesgo de crédito, por lo que se mantiene la preferencia por calidad dentro de la clase de activo. Por el lado de *local markets*, la deuda emitida en monedas emergentes paso por momentos complejos durante el año con periodos donde el dólar se apreció con fuerza apoyado por un Banco de la Reserva Federal más *hawkish* y una economía china incapaz de generar tracción e impulsar de manera significativa su crecimiento. Sin embargo, este último trimestre, a medida que los países desarrollados llegaron a una pausa en su ajuste monetario, las monedas emergentes recuperaron terreno apreciándose e impulsando los retornos de la deuda emergente local, destacando principalmente Latinoamérica

que explica gran parte del desempeño positivo en el año de la clase de activo. En adelante, mantenemos una perspectiva positiva con respecto a la deuda emergente local debido a que esperamos menores presiones del dólar el próximo año en cuanto a política monetaria a media que el Fed se acerca a los recortes de tasa. En línea con lo anterior, **se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY y el neutral en soberanos IG. Mientras que, se mantiene una exposición neutral en bonos corporativos HY y un *overweight* en bonos corporativos IG y local markets.**

OUTLOOK ACTIVOS ALTERNATIVOS

Los activos alternativos siguen ganando participación en los *portfolios* multiactivo y han empezado a ser una posición *core* en los mismos. Es así como en distintos reportes de inversionistas institucionales, *Family Offices* y *High Net Worth*, su participación se ubica en torno a un 50% de la ponderación total de *portfolios*. Esta tendencia ha venido impulsada por la creación de instrumentos semilíquidos en los últimos años en *Real Estate*, Crédito Privado y, más recientemente, en Secundarios y *Private Equity*.

No obstante, es importante señalar que los fondos ilíquidos han tenido levantamientos de capital lentos. Esta situación se ha presentado por dos principales razones: (i) inversionistas que tienen la tendencia de reciclar capital para suscribir nuevos compromisos; sin embargo, ha sido un año de bajas distribuciones, y (ii) managers que están levantando fondos en periodos de tiempo más cortos. Una reciente encuesta de Preqin estima que los niveles de levantamiento de capital vistos en el 2021 se recuperarían recién hasta el 2028.

CRÉDITO PRIVADO

Después de once alzas consecutivas en la tasa de interés de referencia en EE.UU., se empieza a hablar de un contexto de “*higher for longer*” e incluso, “*higher forever*”. Todavía en la economía no se terminan por ver las consecuencias de esta rápida y pronunciada alza de tasas, pero una cosa es clara: Crédito Privado será un ganador en este ciclo monetario. Durante 2023 el *yield* promedio de los préstamos emitidos de *Direct Lending* aumentó ~200 pbs. a diciembre, todo esto con un posicionamiento *senior* en la estructura de capital y *first lien*. Incluso, ante la disminución en la actividad y aumento del riesgo crediticio de muchas empresas, las transacciones que se vieron en el mercado fueron de compañías de mejor calidad crediticia y con un nivel de apalancamiento moderado, haciéndose más atractivo el perfil de riesgo/retorno de *Direct Lending*. La demanda de estos préstamos se ha visto favorecida por el desplome de 63% en las emisiones de *high yield* y *leverage loans* desde 2021, sumado a la retirada de los bancos, y a un alto volumen de préstamos que vencen durante los próximos 4 años que han generado un alza en las necesidades de refinanciamiento.

Si bien un riesgo importante para la clase de activo son los *defaults*, los cuales han aumentado de un 0.9% en 2022 a un 3.1% en 2023, hay evidencia que indica que a medida aumenta el tamaño de las empresas, las tasas de *default* tienden a disminuir. Es por esto que se favorece la inversión en empresas del *upper middle market* y *large cap* (EBITDA sobre los USD 100 millones) en sectores contracíclicos como tecnología y salud, que protegería a los inversionistas en este ciclo económico. Hacia 2024 se continúa viendo atractivo en Crédito Privado, sobre todo por la cobertura que ofrece en un escenario de altas tasas de interés (beneficiado por la tasa flotante) y buen desempeño en ciclos económicos recesivos (*downside protection*), aunque la selectividad será clave a medida que continúan deteriorándose las condiciones crediticias de múltiples sectores.

PRIVATE EQUITY

Aunque el aumento en las tasas de interés ha favorecido al segmento de crédito privado, la menor disponibilidad de crédito y su elevado costo están teniendo un impacto significativo en la estrategia. Los inversionistas muestran mayor cautela hacia esta clase de activo, y se estima que el levantamiento de capital se contraerá en un 8.5% con respecto a 2022, cerrando el año en USD 500 mil millones, excluyendo el Venture Capital, según Preqin. Además, la actividad global de fusiones y adquisiciones (M&A) ha experimentado una contracción, con una caída de 20% en el monto total transado

durante el tercer trimestre de 2023, marcando el trimestre más bajo de los últimos 10 años. Es crucial destacar que las transacciones se han centrado en activos de alta calidad, lo que ha mantenido las valoraciones en niveles elevados.

A pesar de que no se anticipa un rebote significativo en la actividad, se estima que esta cobrará mayor dinamismo en 2024 por dos razones: (i) las firmas de capital privado disponen de aproximadamente USD 1,460.3 mil millones de *dry powder*. Los General Partners (GPs) tienen la necesidad de poner a trabajar este capital, aunque implique una mayor participación del *equity* en sus inversiones dado el nivel de tasas de interés. Esta situación no se había visto en los últimos 15 años, por lo cual se hace énfasis en la selección de managers con larga trayectoria, y (ii) la liquidez será uno de los principales *drivers*, inversionistas vieron bajas distribuciones durante 2023 y mayor participación de Private Equity como resultado del NAV no realizado. Podríamos presenciar un 2024 donde las valorizaciones entre compradores y vendedores se acercan, y los managers pueden generar liquidez.

SECUNDARIOS

Luego de un 2022 en el que muchos inversionistas quedaron sobreexposados a activos privados, el mercado secundario vio un aumento en el volumen y oportunidades de inversión, donde estrategias como Venture Capital llegaron a tener descuentos sobre NAV en torno al 35% en el primer trimestre de 2023. Sin embargo, este año el volumen transado ha presentado una disminución de un 25% respecto al año anterior a junio, ubicándose en USD 43 mil millones. Por su parte, las alzas en los mercados públicos han diluido la concentración en alternativos (*overallocation*), con los *bid-ask spreads* empezando a contraerse.

Por otro lado, las transacciones GP Led siguen cobrando importancia en la industria ante el aumento en las necesidades de liquidez, con un bajo nivel de actividad tanto en M&A y IPO. Estos vehículos de continuación de uno o más activos han permitido alargar los periodos de tenencia de activos de alta calidad y, a su vez, proveer de liquidez a los inversionistas. Es por esta razón que prevalece el apetito por transacciones GP led de alta calidad y portafolios diversificados de inversionistas, junto con el crecimiento proyectado que tendrá este mercado los próximos años.

REAL ESTATE

En este escenario de “*higher for longer*”, el mercado inmobiliario no ha quedado inmune. Con las tasas hipotecarias a 30 años alcanzando un máximo de 8%, para hoy ubicarse en 7.3%, la asequibilidad de las familias en EE.UU. se ha visto profundamente golpeada. En particular, el índice que mide este factor llegó a un mínimo de 40 años, repercutiendo en la venta de viviendas (-15% interanual a octubre de 2023), en las solicitudes de crédito y refinanciamiento hipotecario (-14% interanual a diciembre 2023), entre otros. Sin embargo, los precios de las viviendas en EE.UU. no se han visto afectados; al contrario, han experimentado un crecimiento de 4.6% entre enero y septiembre de 2023. Lo anterior se explica principalmente por dos razones: i) déficit de inventario que se arrastra desde la crisis financiera de 2008 y se profundizó post pandemia con el retraso de construcciones y el alto costo de financiamiento que ha frenado varios proyectos, y ii) por el alza de tasas. Las personas no quieren vender sus casas para luego tener que pedir una hipoteca con los niveles actuales. En promedio, los propietarios de viviendas hoy en EE.UU. tienen hipotecas a una tasa de 3.5%, resultándoles muy costoso el cambio.

Por su parte, esta contracción en la actividad de compra/venta ha impulsado el arriendo de viviendas y el precio de los alquileres, aunque el crecimiento del precio de los arriendos se ha desacelerado significativamente. En octubre de 2023 los precios crecieron 3.2% interanual, lejos del récord registrado el primer trimestre de 2022 con un crecimiento de 16% interanual, en línea con la desaceleración de la inflación en EE.UU. y con el ingreso de nueva oferta de viviendas para la renta. Hacia 2024, esperamos que el mercado de viviendas de EE.UU. continúe “congelado” hasta que el Fed comience con el recorte de tasas. El inventario se mantendría en niveles históricamente bajos y los precios estables. Una vez que empiecen a ceder los costos de financiamiento, se debería ver un repunte en la actividad más hacia fines de 2024 y principios de 2025.

INFRAESTRUCTURA

Después de un récord en 2022 en términos de levantamiento de capital (USD 160 mil millones) y actividad, 2023 ha sido un año lento para la clase de activo. La recaudación cayó 74.4% a diciembre 2023, derivado principalmente por una caída en los *exits* y el alto monto levantado en 2022 que los *managers* tienen aún que desplegar. Sin embargo, en términos de desempeño, ha tenido un retorno estable (+3.4% entre enero-junio 2023), atrayendo cada vez más a nuevos inversionistas que consideran hoy la clase de activo como una posición *core* dentro de sus *portfolios*. Según una encuesta de Preqin a inversionistas, un 47% de los encuestados espera aumentar su exposición a Infraestructura en los próximos años, siendo la principal razón la cobertura contra la inflación que proveen los activos de infraestructura y la baja volatilidad que aportan. Hacia 2024 seguimos positivos en la clase de activo, principalmente por el soporte estructural de largo plazo producto del rol que juega en la transición energética, la digitalización y la desglobalización, además de ser un activo que proporciona ingresos estables de largo plazo y cobertura contra la inflación.

EXPOSICIÓN A MONEDAS | DICIEMBRE 2023

Monedas	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	55.9%	55.9%	OW	0.8%	
EUR	7.4%	5.5%	5.8%	UW	-1.7%	0.3%
GBP	1.5%	1.0%	1.2%	UW	-0.3%	0.3%
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%	
GEMs	33.6%	34.4%	33.9%	OW	0.3%	-0.5%
	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 | NOVIEMBRE 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%	8.8%	4.4%	4.5%	0.0	5.9
Renta Fija	50%	45%	-5%	5.0%	2.5%	2.3%	9.4	0.9
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-32.3	
Oro	0%	0%	0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					6.90%	6.74%	-22.8	6.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-16.1
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	10.7%	1.45%	1.18%	-4.9	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	12.7%	0.16%	0.00%	-5.0	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	6.7%	0.19%	0.13%	2.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	11.3%	1.79%	1.79%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	6.7%	0.93%	0.93%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	9.0%	0.33%	0.33%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	8.5%	0.42%	0.55%	-0.4	
Desarrollados	56.0%	52.8%	-3.2%	9.4%	5.27%	4.91%	-8.3	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	14.0%	0.57%	0.85%	10.4	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	14.5%	0.10%	0.25%	5.7	
China	12.7%	12.7%	0.0%	2.5%	0.32%	0.32%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	10.7%	1.67%	1.78%	1.9	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	10.2%	0.41%	0.41%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	6.3%	0.44%	0.39%	2.0	
Emergentes	44.0%	47.2%	3.2%	8.0%	3.51%	3.99%	20.0	
Equities					8.78%	8.90%	11.7	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	2.6%	0.16%	0.16%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	0.4%	4.8%	0.55%	0.57%	-0.1	
Treasuries 30Y	6.6%	7.1%	0.5%	9.6%	0.63%	0.68%	2.3	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	2.7%	0.08%	0.04%	3.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	5.7%	1.51%	1.57%	0.7	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	4.9%	0.21%	0.16%	0.1	
Deuda Desarrollados	57.7%	57.3%	-0.4%	5.4%	3.14%	3.18%	6.0	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	5.5%	0.28%	0.28%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	6.2%	0.34%	0.25%	-1.7	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	3.6%	0.13%	0.16%	-1.4	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	3.7%	0.19%	0.19%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	4.1%	0.94%	0.98%	-0.9	
Deuda Emergente	42.3%	42.7%	0.4%	4.4%	1.87%	1.85%	-4.0	
Fixed Income					5.01%	5.03%	2.0	

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

En noviembre se aumentó acciones a neutral y se mantuvo bonos en *underweight*, dejando la cartera con 5% de caja. Al cierre del mes la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 6.7%, 16 pbs. bajo el *benchmark*.

A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó pérdidas principalmente por la posición larga en caja; (ii) la selección de instrumentos fue positiva. Generó ganancias el *OW* en Latam y Asia EM ex China, así como el corto en UK; por el lado negativo, restó la posición corta en Europa. En bonos nos benefició la posición larga en bonos del tesoro a 30 años, así como el corto en TIPS, mientras que nos perjudicó el *OW* en deuda emergente.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	6.7%	1.3%	7.5%	7.0%	-0.1%	3.6%	3.2%	4.9%	10.1%
Benchmark	6.9%	1.1%	7.7%	6.8%	-1.7%	2.8%	2.4%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-16	15	-17	20	162	73	76	133	
Acciones	8.9%	1.3%	11.7%	8.4%	1.4%	5.0%	4.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	8.8%	1.2%	11.8%	8.8%	1.2%	5.0%	3.9%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	10.7%	1.4%	13.2%	13.3%	2.5%	5.4%	2.2%	2.7%	20.2%
Europe Small Cap ex UK	12.7%	0.2%	5.7%	7.6%	-1.8%	4.2%	3.7%	6.8%	24.1%
UK	6.7%	1.4%	9.2%	8.8%	8.5%	4.9%	2.3%	4.1%	19.9%
US Large Cap Growth	11.3%	3.6%	44.4%	38.1%	9.0%	17.5%	15.2%	--	22.1%
US Large Cap Value	6.7%	0.3%	2.9%	1.2%	7.6%	6.8%	7.4%	--	17.4%
US Small Caps	9.0%	-3.7%	5.9%	2.2%	3.3%	6.8%	7.4%	8.6%	24.4%
Japan	8.5%	0.7%	13.0%	13.2%	-1.4%	2.4%	2.6%	1.6%	16.1%
Desarrollados	9.4%	1.6%	18.0%	13.0%	7.0%	10.0%	8.3%	6.4%	19.4%
LatAm	14.0%	6.1%	22.6%	20.3%	10.4%	4.0%	1.1%	8.0%	30.9%
LatAm Small Cap	14.5%	0.3%	19.4%	17.0%	2.3%	1.0%	-3.0%	6.3%	33.9%
China	2.5%	-4.6%	-9.0%	-4.3%	-17.0%	-3.5%	0.7%	6.9%	26.7%
EM Asia ex China	10.7%	3.9%	13.8%	8.5%	3.8%	8.1%	6.0%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	10.2%	3.1%	20.0%	20.6%	7.2%	9.7%	6.0%	9.1%	19.9%
EM Europe and Middle East	6.3%	-0.3%	-0.1%	-3.3%	-5.5%	-4.8%	-5.3%	2.1%	20.8%
Emergentes	8.0%	1.1%	3.8%	4.0%	-5.2%	1.9%	2.3%	7.5%	19.4%
Renta fija	5.0%	1.0%	3.6%	4.6%	-4.3%	0.7%	1.1%	4.1%	6.2%
Benchmark	5.0%	1.0%	3.6%	4.5%	-4.9%	0.3%	0.7%	3.4%	6.2%
Treasuries 5Y	2.6%	0.8%	1.4%	1.0%	-3.8%	0.6%	0.7%	3.1%	4.7%
Treasuries 10Y	4.8%	-1.1%	-1.2%	-2.3%	-7.5%	-0.2%	0.7%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	9.6%	-4.2%	-6.5%	-8.9%	-16.4%	-2.8%	0.7%	4.0%	17.2%
US Tips	2.7%	0.1%	1.2%	0.1%	-1.5%	2.7%	2.0%	4.3%	6.1%
Global Corporate IG	5.7%	1.6%	5.1%	5.4%	-4.9%	1.2%	1.3%	4.2%	8.8%
Global Corporate HY	4.9%	2.4%	9.4%	10.0%	-0.1%	3.4%	3.4%	6.7%	10.1%
Deuda Desarrollados [1]	5.6%	0.5%	2.5%	2.3%	-5.6%				
EM Sovereign IG	5.5%	-0.1%	2.3%	2.5%	-6.0%	1.1%	2.4%	5.6%	9.6%
EM Sovereign HY	6.2%	3.4%	10.0%	10.7%	-1.1%	1.2%	2.5%	7.2%	14.6%
EM Corporate IG	3.6%	1.2%	4.3%	5.2%	-3.4%	1.8%	2.5%	--	6.5%
EM Corporate HY	3.7%	2.4%	4.1%	7.8%	-3.3%	1.8%	3.6%	--	10.8%
EM Local Markets	4.1%	1.5%	5.2%	7.9%	-1.5%	1.6%	0.2%	--	10.3%
Deuda Emergentes [1]	4.3%	1.6%	5.0%	7.2%	-2.9%				
Caja	0.4%	1.4%	4.6%	5.0%	2.0%	1.8%	1.2%	1.4%	0.5%
Oro	1.9%	4.8%	12.2%	16.1%	4.9%	10.8%	5.0%	9.5%	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.