

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Dic	3 meses	2023	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	3.9%	8.6%	11.8%	-0.1%	4.9%	3.6%	5.0%	10.4%
Benchmark	4.1%	8.7%	12.1%	-1.6%	4.1%	2.9%	3.7%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-14	-3	-33	143	82	73	132	
Acciones	4.4%	9.8%	16.7%	0.9%	7.2%	4.4%	3.7%	15.2%
Benchmark	4.4%	9.7%	16.7%	0.8%	7.1%	4.3%	3.2%	15.1%
Renta Fija	3.8%	7.6%	7.5%	-3.7%	1.1%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	3.8%	7.6%	7.6%	-4.2%	0.7%	1.1%	3.6%	6.5%
Caja	0.5%	1.4%	5.1%	2.2%	1.9%	1.2%	1.5%	0.6%
Oro	2.1%	11.1%	14.6%	3.3%	10.2%	5.6%	9.5%	14.3%

Resultados al 31 de diciembre de 2023

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

OUTLOOK 2024: El año de las definiciones .....1

Asignación de activos .....4

Resultados TAACo Global Diciembre 2023.....19

Desempeño histórico ..... 20

## Notas de enero al OUTLOOK 2024: Año de definiciones

Los temas determinantes de la tendencia de los mercados globales para este año que comienza serían:

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% este 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.

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.

Temas determinantes para 2024:

i. Crecimiento: EE.UU. ¿bache, *soft landing* o recesión?

China busca el camino hacia el crecimiento sostenible

IA tiene efectos económicos y de mercado impredecibles

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.

ii. Inflación y tasas de interés: ¿a dónde irán?

El 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.

iii. Geopolítica: La adaptación de las economías será costosa y con diversas consecuencias

## IV. El 2024 será un año de elecciones

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 y 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.

iv. Elecciones: 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

## Notas TAACo enero 2024.-

Luego de las fuertes alzas de los últimos dos meses -casi 10% en cartera accionaria y 8% en la de renta fija- y un “rally navideño” que extendió las ganancias hasta diciembre, en enero se decidió bajar el riesgo de la cartera a través de una reducción de las acciones de neutral a *underweight* a favor de caja y mantener los bonos en 45%.

Luego del rally de fin de año y ante un deterioro de las expectativas se toma en forma táctica mayor cautela en la cartera

Ciertamente el *momentum* de mercado puede tener aún impulso, pero el escenario fundamental muestra, en general (i) desaceleración de la actividad económica, (ii) valorizaciones altas, (iii) deterioro de los resultados corporativos (y perspectivas pesimistas de parte de las empresas), (iv) un ajuste monetario en curso con tasas altas por más tiempo y (v) condiciones financieras más restrictivas.

El desempeño de los mercados accionarios viene estando muy anclado a las perspectivas de bajas de tasas de interés y éstas en el mercado se han apresurado a incorporar dichos movimientos. Al parecer más de lo que el Fed estaría dispuesto a hacer con la tasa de referencia hasta no ver una inflación “derrotada” de manera sostenible. Ello se hace más complicado en un año electoral en el que el gasto fiscal sigue alto y es poco probable que se ajuste, lo que en parte es soporte de la resiliencia de la economía estadounidense. Entonces el escenario es de tasas más alta por más tiempo, lo que por otro lado contribuye a las probabilidades de un mayor deterioro de la economía. Además, las tasas estarían presionadas también por un debilitamiento global de la demanda de *Treasuries*.

Desempeño de los mercados al ritmo de lo que hará el Fed....

... Pero la inflación no ha sido vencida del todo

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | ENERO 2024

TAACo Global	Bench.	Diciembre	Enero	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0% -
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%	
Caja		5%	10%	OW	10.0%	5.0% +
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.5%	11.5%	11.5%	UW	-2.0%	
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	2.4%	2.4%	UW	-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%	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>53.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.2%</b>	
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%	5.1%	5.1%	UW	-1.8%	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>46.2%</b>	<b>OW</b>	<b>2.2%</b>	
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	5.2%	UW	-0.8%	
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	11.5%	N		-0.4% -
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N		
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	27.5%	OW	1.0%	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	3.3%	UW	-1.0%	
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>57.3%</b>	<b>56.9%</b>	<b>UW</b>	<b>-0.8%</b>	-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%	5.0%	OW	1.4%	0.4% +
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>42.7%</b>	<b>43.1%</b>	<b>OW</b>	<b>0.8%</b>	0.4% +
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Se baja exposición a acciones a *UW* desde neutral, se aumenta caja y se mantiene subexposición a bonos

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

Neutral US en todos los estilos

En renta fija se neutraliza *treasuries* 10 años

*OW* Global IG vs *UW* HY

*OW* emergentes

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se mantiene el *underweight* en *Large Cap* y *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% en 2023), 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, entre otros). Ante tal situación, el mercado internaliza que el Banco Central Europeo podría realizar al menos 5 recortes de tasas en 2024, comenzando en marzo, con el fin de dejar de restringir la economía.

En lo más reciente, el *momentum* económico mejora, pero se mantiene negativo. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y de servicios casi no varían en diciembre, ambos bajo 50 pts., umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes seis a doce meses. El consumo y la producción industrial siguen contrayéndose, sin tendencia de recuperación.

A nivel agregado, la inflación se aceleró en diciembre por efectos de base comparación -principalmente por el componente de energía-, pero aun así se mantiene dentro del rango meta (2.9% anual en diciembre vs 2.4% en noviembre); la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como alimentos y combustibles- sí continuó la convergencia y bajó a 3.4% anual desde 3.6% el mes previo.

Ante la expectativa de término del ciclo de alza de tasas, inflación que cede y una economía que se enfría, en el último mes las tasas siguieron bajando. Como referencia, al 8 de enero la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años cayó en torno a 15 pbs. en los últimos 30 días para ubicarse en 2.45% y 2.15% respectivamente.

Diciembre extendió las ganancias de noviembre y el Stoxx 50 subió 4.8% (en USD), similar a las acciones estadounidenses. 2023 cerró con una subida de 23.1% (en USD), no obstante, las valorizaciones siguen atractivas y se mantiene 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 6.4%, 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 de 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 Países Bajos 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 y perspectivas económicas negativas nos llevan a **mantener la posición *underweight***.

## **REINO UNIDO: Se mantiene 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. No obstante, luego de que la inflación sorprendiera a la baja en noviembre, el mercado acopla sus expectativas de recortes a las del resto de Europa e internaliza para 2024 hasta 5 recortes de tasas, comenzando en mayo.

La débil situación macroeconómica se refleja a nivel corporativo. En 2024 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido crecerían 3.4%, 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 bajo cero y el PMI de manufacturas decepciona y cae 46 pts. en diciembre. No obstante, el de servicios mejora y sube hasta 53.4 pts.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa de 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 logró superar las expectativas y rompió con casi año y medio de contracción; las ventas minoristas crecieron 0.1% anual en noviembre.

Por su parte la inflación de noviembre sorprendió al caer más de lo esperado hasta 3.9% anual (5.1% en la medida subyacente) dando 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 steepening* en los últimos 30 días, hasta el 8 de enero. La tasa a 2 años cayó 35 pbs. hasta 4.20% y la de 10 años en torno a 25 pbs. hasta 3.75%.

Falta de convicción en una recuperación sostenida del país, pérdida de dinamismo global, recorte en los estimados de utilidades y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs, llevan a mantener el *underweight* en acciones británicas a pesar de lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (4.0%).

## **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 creciendo en 2023 2.1%, lo mismo 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 el mercado laboral está siendo gradual y más lento de lo que se pensó inicialmente. De acuerdo a Alpine, el efecto económico de las alzas de tasas podría tardar hasta 24 meses en materializarse, y vamos recién por el 22vo 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 para el primer semestre del año.

Las acciones estadounidenses, el principal mercado accionario del mundo (~63% de índice global ACWI) subieron en 2023 cerca de 24%. La subida de las 7 magníficas<sup>1</sup>, potenciales ganancias en productividad por la inteligencia artificial y resiliencia económica, entre otros, impulsaron los retornos, lo que se vio acentuado por una inflación que cede y da espacio de maniobrabilidad al Fed para que comience a bajar las tasas de interés.

2024 será un año desafiante para las acciones estadounidenses, por lo que ante la falta de visibilidad se mantiene un posicionamiento neutral. La subida de 2023 estuvo concentrada en pocas acciones y habría espacio para que permee en otros sectores y estilos rezagados, parte de lo que vimos en diciembre. No obstante, las valorizaciones se han encarecido, se viene perdiendo *momentum* económico y la desaceleración se hará más evidente, a lo que se suman elecciones presidenciales que en conjunto con la geopolítica inyectarán volatilidad a los retornos.

A partir de noviembre, el S&P500 subió 9 semanas consecutivas en lo que fue el rally más largo desde inicios de los 2000. La subida no solo reversó las pérdidas vistas entre agosto y octubre, sino también reflejó la fortaleza del sector corporativo. A pesar del debilitamiento de la demanda y perspectivas económicas, se espera que las utilidades crezcan

---

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

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 llevó al Fed a descartar nuevas alzas de tasas y proyectar al menos 3 bajas en 2024. El mercado es aún más agresivo e internaliza que los recortes de tasa comenzarían entre marzo y mayo, con 6 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 20 pbs. hasta 4.00% y la de 2 años 35 pbs. hasta 4.35%.

Por su parte, en el plano político, los líderes del Congreso alcanzan un acuerdo para el presupuesto de este año que nuevamente evita el cese de funciones del gobierno. 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. Ambos candidatos presentan un escenario desafiante para las cuentas fiscales, el primer candidato es favorable a recortes de impuestos, y el segundo a aumentar el gasto fiscal.

A pesar del positivo *momentum* de flujos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, señales incipientes de deterioro económico, elevada volatilidad de las tasas de interés y valorizaciones que pierden atractivo 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 se lograría acelerar el 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 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 2.8% anual en noviembre 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 segundo trimestre del próximo año, eliminando además el control de la curva. Tal movimiento podría permitir una senda de apreciación del yen que impulse los retornos de los inversionistas globales en USD.

En diciembre las acciones japonesas subieron al mismo ritmo que las globales (USD +4.6% MSCI Japón) y con dos meses subiendo, la razón P/U  *fwd*. sube para ubicarse en niveles justos tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 9%, estimación en línea con pares desarrollados y corregida al alza en el último mes.

A pesar de la salida netas de flujos de inversión a fondos e ETFs en las últimas 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 y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

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

Para comenzar el año, se sigue manteniendo la preferencia por acciones emergentes, considerando sus valorizaciones más holgadas, un ciclo monetario adelantado, posiciones fiscales más fuertes que en periodos de desaceleración pasados, entre otros aspectos. En China se mantiene la cautela, a pesar de que el mercado comenzó a internalizar que podrían venir más estímulos monetarios, resurgieron riesgos regulatorios y todavía la visibilidad es acotada. El mercado accionario de Asia Emergente ex China ha mantenido el *momentum*, con fundamentos macroeconómicos y corporativos que lo respaldan. Por su parte, en América Latina las valorizaciones continúan descontadas y el ciclo de recortes de tasas de referencia que comenzaron la mayoría de los bancos centrales da soporte a la actividad económica. Por último, en EMEA se mantiene la subexposición para financiar otros *OW* y manteniendo cautela en países con elevado ruido político.

## **AMÉRICA LATINA: Se mantiene el overweight**

2023 cerró con un positivo *momentum* para los mercados latinoamericanos. Su mayor beta con respecto a mercados desarrollados, y su elevado descuento, permitió que mostraran un *outperformance* relativo al resto del mundo. Además, su lejanía de los principales conflictos geopolíticos que se han exacerbado en lo más reciente permite que las acciones de América Latina no se contagien de estos acontecimientos negativos en la misma medida que el resto del mundo. En México, el gobierno mantiene su tono moderado, con anuncios que favorecen el *nearshoring* y se mantiene como escenario base que la candidata oficialista sea la próxima presidenta. En Brasil, la agenda tributaria avanzó de manera significativa reiterando, con ciertos baches, la mayor responsabilidad fiscal de parte del gobierno, comparado a lo que se esperaba. En Chile, el Banco Central aceleró el ritmo de recortes de tasas, ratificando su confianza en la convergencia inflacionaria, mientras que los recortes comenzaron en Colombia. Por otro lado, en Perú se mantiene la incertidumbre política. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica**.

En **Brasil** se mantienen las buenas noticias, y S&P Global Ratings subió la calificación crediticia a BB, desde BB- con perspectiva estable. Esto, tras la aprobación de la reforma tributaria que consolida 5 impuestos indirectos en un sistema dual de IVA, que será implementada gradualmente. En el comunicado se da a entender que se valora la prevalencia del pragmatismo político, aspecto positivo para el país. Tras el avance de importantes reformas fiscales en el Congreso, el gobierno emitió un decreto para discutir la exención de impuestos a la renta personales en algunos sectores. Este limitaba los beneficios tributarios para asegurar la compensación fiscal. A lo anterior, el Congreso tuvo una reacción negativa dado que con la firma presidencial entra automáticamente en vigencia por un periodo de cuatro meses. Para seguir funcionando posterior a eso necesita aprobación parlamentaria. Esta decisión a nivel del ejecutivo apunta a elevar los ingresos fiscales, para evitar una revisión de la meta fiscal. A nivel de actividad económica, esta se desacelera en el margen, con miras a un año que será más débil que 2023, pero que podría acelerarse de cara al segundo semestre. En este contexto, la actividad económica cayó 0.1% mensual en octubre, aún con crecimientos anuales. La inflación ha seguido a la baja, pero su caída en las primeras dos semanas de diciembre fue menor a la esperada, y la inflación anotó un 4.7% anual. Sin embargo, el Banco Central sigue recortando la tasa de referencia al ritmo de 50 pbs. y se espera así continúe en sus próximas reuniones y termine el año en torno a 9.5% (desde el nivel actual de 11.75%). Por el lado de las valorizaciones, éstas continúan transando con descuento cercano a media desviación estándar bajo su promedio de 5 años (tanto P/U  *fwd.* como Precio/Valor Libro, P/VL). Las proyecciones de utilidades para este año se revisan levemente a la baja, pero se prevé que crezcan en torno a 10%, en tanto se sigue observando una entrada neta de flujos de inversión por alrededor de 3% del AUM (activos bajos gestión) en el último mes. Así, en un contexto en que el Banco Central



continuará recortando tasas al ritmo actual, valorizaciones atractivas, y un gobierno que sigue tomando -a pesar de las polémicas- medidas en pro de cumplir con la meta fiscal, se mantiene el **OW en acciones brasileñas**.

En **México** la actividad económica continuó dando buenas noticias, en tanto se expandió 4.2% interanual en octubre de 2023, la producción industrial sorprendió al alza creciendo 5.5% anual en el mismo mes y el IMEF no manufacturero se mantiene en terreno de amplia expansión. La construcción, que se caracteriza por su componente local, ha impulsado la actividad económica, y las remesas alcanzaron un récord en octubre, cayendo en noviembre. Dentro de las noticias negativas, el IMEF manufacturero pasó a terreno de leve contracción económica, mientras que el no manufacturero se mantiene en expansión. La inflación de diciembre estuvo levemente sobre lo esperado y se ubicó en 4.7% anual, con un registro subyacente que se desaceleró hasta 5.1%. En las minutas de la última reunión del Banco Central, cuatro de los cinco miembros de la Junta de Gobierno ven un reto en la comunicación respecto de un eventual recorte de tasas de interés en el primer trimestre de este año. El tono de este comunicado puede ser percibido como más *hawkish*, reconociendo que la resiliencia económica puede dificultar la convergencia de la inflación a la meta y reconociendo que el recorte será gradual. Por el lado político, la aprobación del gobierno se mantiene elevada, y ha promovido recientemente iniciativas que impulsan el *nearshoring*. Ejemplo de esto es la inversión en Nuevo León en infraestructura y otros aspectos, para acelerar la instalación de la fábrica de Tesla. Adicionalmente, Fitch Ratings reafirmó la calificación soberana para México en BBB- con perspectiva estable, manteniendo el grado de inversión y afirmando que las elecciones no afectarían las perspectivas de crecimiento. Respecto de las elecciones a realizarse a mediados de año, la candidata oficialista Claudia Sheinbaum continúa consolidándose en las encuestas como favorita. Las valorizaciones continúan transando en torno a media desviación estándar bajo su promedio de 5 años (P/U  *fwd.*) y las proyecciones de utilidades para este año se corrigen fuertemente al alza en el último mes. A su vez, en este mismo periodo continuó la entrada neta de flujos de inversión a ETFs. Cabe considerar que, a pesar de todos estos factores positivos, México fue uno de los mercados accionarios con mejor rendimiento en 2023, así como el peso mexicano se apreció por sobre pares emergentes. En este contexto, se decide tomar algo de utilidad y **disminuir levemente el OW en México**.

En **Chile** el resultado del plebiscito, con el triunfo de la opción “en contra” de la nueva constitución, dispuso parte de la incertidumbre política y confirmó la legitimidad de la constitución vigente por segunda vez. En este contexto, los partidos políticos retomaron la agenda legislativa, enfocándose en las necesidades urgentes de la población. Enero es el último mes antes del receso legislativo, y la Cámara de Diputados se está enfocando en la tramitación de la reforma de pensiones, a la que el gobierno ha ingresado suma urgencia, pero sin mucha probabilidad de éxito, considerando que de los 6 puntos porcentuales adicionales de cotización que propone la reforma, menos de la mitad se irán a las cuentas de capitalización individual de las personas. Por el lado del pacto fiscal, los gremios empresariales propusieron un documento con medidas para impulsar el crecimiento, que se contraponen en cierta medida con lo que propone el gobierno. A su vez, las medidas que cambiarán tributos se ingresarán al Congreso en marzo, también con poca probabilidad de éxito. Por el lado económico, la actividad se mantiene deprimida, pero al menos ya dejó de contraerse, y el IMACEC de noviembre creció 0.3% mensual (1.2% anual). Por otro lado, la inflación de diciembre sorprendió al contraerse 0.5% mensual (3.9% en doce meses), en tanto el registro sin volátiles cayó 0.2% mensual. En este contexto, el Banco Central en diciembre aceleró el ritmo de recortes y bajó la tasa de referencia en 75 pbs. hasta 8.25%, publicando el último informe de política monetaria del año, manteniendo la proyección de crecimiento para este año entre 1.25% y 2.25%. Con el último dato de inflación, las expectativas apuntan a recortes que podrían volverse más agresivos en la reunión de enero, y el instituto emisor no vuelve a tener reuniones hasta abril. Por el lado de las valorizaciones, tras el buen desempeño del mercado se ajustan parcialmente, pero se mantienen transando bajo sus promedios de 5 años (en torno a media desviación estándar para P/U  *fwd.* y P/VL). A su vez, en el último mes se observaron entradas netas de flujos de inversión por ~6% del AUM al ETF más representativo y las proyecciones de utilidades se corrigen al alza para este año de manera pronunciada, pero con

una baja base de comparación. En un contexto de un anticipado ciclo de recortes de tasas de referencia, una economía que comienza a normalizarse y valorizaciones descontadas, **se mantiene la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la economía habría crecido alrededor de un 1% en 2023, y se espera mantenga dicho ritmo de crecimiento durante este año. Sin embargo, las últimas cifras (agosto, septiembre y octubre) mostraron una contracción de la actividad económica en doce meses, y la producción industrial se contrae por octavo mes consecutivo. Lo anterior se condice con una inflación que continúa con su tendencia a la baja y se espera haya cerrado 2023 en 10.3% anual. Por su parte, el Banco Central comenzó en diciembre con el ciclo de recortes de tasa de referencia, bajándola en 25 pbs. hasta 13.00%. Así, el mercado espera que al cierre del año se ubique en torno a 8.00%, significando un recorte de 500 pbs. en lo corrido de 2024. Además, la autoridad monetaria anunció un programa de acumulación de reservas, pero que no ha afectado ni afectaría el tipo de cambio, dada su acotada magnitud con respecto al volumen transado. Por su parte, el poder ejecutivo confirmó el fin del subsidio a los combustibles, lo que eventualmente podría añadir leves y transitorias presiones inflacionarias en componentes volátiles. A su vez, se estableció el salario mínimo para este año, con un aumento de 12.07%. Por el lado de las reformas, se dio luz verde a que comenzara el primer debate de la reforma laboral, pero con pequeños avances, mientras que la reforma de salud pasó recién la primera instancia. Con respecto a las valorizaciones, siguen siendo las más descontadas de la región y transan casi 1 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U  *fwd.* como P/VL), con proyecciones de utilidades para este año se corrigen al alza en el último mes, pero siguen estimando una contracción de 1.8%. Así, el ejecutivo continúa perdiendo capital político y aun cuando sus reformas avanzan, todavía es preliminar para hablar de eventuales aprobaciones de estas iniciativas disruptivas. De esta manera, **se mantiene la posición neutral**, a pesar de las atractivas valorizaciones.

La actividad económica **peruana** sigue deteriorada, y las estimaciones de crecimiento del año que recién pasó, así como las proyecciones para este, se han seguido corrigiendo a la baja. En el dato publicado en octubre, la actividad se contrajo 0.8% interanual (+ 0.1% mensual), y se mantiene en términos reales prácticamente inalterada desde agosto. Si bien se alejó en algo de los mínimos que alcanzó en mayo, sigue sin *momentum*. Lo positivo de una actividad más golpeada, ha sido una inflación que se desacelera con fuerza y cerró 2023 en 3.2% anual, en tanto la subyacente entró al rango de tolerancia del Banco Central, ubicándose en 2.9%. Esto ha permitido que la autoridad continúe recortando su tasa de referencia en 25 pbs. por reunión, y se espera lo haga en la misma magnitud en la reunión de enero, llevándola a 6.50%. En adelante, debiera continuar dicha senda, pudiendo eventualmente acelerar los recortes en caso de darse algún evento demasiado catastrófico del fenómeno del Niño, lo que no se considera el escenario base y cuya probabilidad se ha venido reduciendo. En el plano político, el escándalo de corrupción en la fiscalía nacional continúa como protagonista, en tanto avanza la investigación y se definió quiénes estarán a cargo. En lo más reciente, y dado el descontento y el débil desempeño económico, se conocieron rumores respecto de renuncias de algunos ministros, luego de que nueve bancadas del Congreso demandaran al ejecutivo que reestructure su gabinete. El más polémico fue la supuesta renuncia del ministro de Economía y Finanzas, que luego él mismo desmintió. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno a promedios históricos. En este contexto, en que continúa elevada la incertidumbre política, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** la instalación del nuevo gobierno ha dado muchas noticias. Luego del paquete de 10 medidas económicas, el presidente firmó un Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU) con más de 300 iniciativas de desregulación económica. Este tiene más de 600 artículos y entre otras medidas, abre paso a la privatización de empresas públicas. El anuncio no ha estado exento de polémica, y se han impuesto diversos amparos y medidas cautelares para frenar la puesta en marcha del decreto, que entra en vigencia de manera inmediata y tiene 10 días laborales para ser aprobado por la cámara bicameral y luego por ambas cámaras del Congreso por separado. De manera paralela, el gobierno argentino ingresó un

proyecto de ley conocido coloquialmente como “Ley Ómnibus” o “Bases y Puntos de Partida para la Libertad de los Argentinos”, como complemento al DNU. Entre otros aspectos, esta iniciativa incluye reformas profundas en diversas aristas políticas y económicas, incluyendo la eliminación de las elecciones primarias (PASO), la disminución del número de Diputados y privatización de algunas universidades públicas. Así, el Congreso interrumpió su receso legislativo y comenzaron sesiones extraordinarias para avanzar en la aprobación/rechazo del DNU y la tramitación de la Ley Ómnibus, entre otras iniciativas. Por el lado económico, el deterioro continuó y la actividad económica se contrajo 0.1% mensual en octubre, en tanto la inflación siguió al alza y se espera (consenso Bloomberg) que haya cerrado 2023 en 222% interanual. Por su parte, el Banco Central ha continuado con la reposición de reservas, sumando más de USD 3,000 millones en el último mes, pero que serán utilizados en parte para pagar los desembolsos al FMI. Además, publicó un documento de “Objetivos y Planes para 2024”, en el que se incluye la unificación de política monetaria en la tasa de los pasivos a un día plazo, equivalente a un 100%, así como la normalización del mercado cambiario. Luego del rally de las acciones argentinas, las valorizaciones pasaron a transar en torno a promedios históricos (*P/U fwd.*) y continuó la entrada neta de flujos de inversión a ETFs por alrededor de 24% del AUM en el último mes. En un contexto de positivismo en los mercados tras la asunción e instalación del nuevo gobierno, pero con valorizaciones que no lucen atractivas y un aumento de ruidos políticos, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

## **CHINA: Se mantiene la posición neutral**

La recuperación económica de China vuelve a ponerse en duda. Pese a que el gobierno sigue anunciando estímulos fiscales y monetarios, los ruidos regulatorios en algunos sectores (como las medidas anunciadas para videojuegos) vuelve a deteriorar la confianza de los inversionistas, y las posiciona en un terreno históricamente pesimista. Durante 2023 las acciones chinas cayeron sobre 13% (en USD), desacoplándose del resto del mundo y en línea con una marcada salida neta de flujos, sobre todo de parte de inversionistas extranjeros.

El gobierno ha anunciado nuevos estímulos para impulsar la economía y estabilizar el sector inmobiliario, como la inyección de USD 50 mil millones durante diciembre, que se concentrarán en fondos para financiar proyectos de vivienda e infraestructura, disminución de pagos iniciales y flexibilización en la calificación de viviendas para acceder a préstamos. Sin embargo, pareciera que se mantienen como primera prioridad a nivel gubernamental mantener el control, por sobre la actividad económica, ya que el ejecutivo sorprendió con la implementación de nuevas reglas al sector de videojuegos, lo que gatilló pérdidas en empresas como Tencent y Netease. Adicionalmente, a inicios de 2024 se conoció la solicitud de bancarrota de un conocido banco chino, debido a la incapacidad de pagar sus pasivos, calificándose como una de las mayores quiebras en el país.

Por el lado geopolítico, las tensiones con Taiwán aumentan de cara a las elecciones presidenciales en la isla y el discurso de año nuevo de Xi Jinping, donde comunicó que la reunificación es inevitable. EE.UU. también participaría de este conflicto, ya que ha manifestado su apoyo a Taiwán, lo que acentúa la presión sobre la relación comercial de ambas economías. Adicionalmente, las disputas con Filipinas se han acentuado debido a los ejercicios y enfrentamientos navales, aunque con menor relevancia, mientras que Filipinas y Estados Unidos fortalecen relaciones.

Con respecto a la actividad económica, el PMI Caixin de manufacturas aumentó marginalmente y continúa en terreno de leve expansión en diciembre (50.8 pts.), contrario al registro oficial que se mantiene en sector contractivo (49 pts.), mientras que el de servicios se aceleró hasta 52 pts. A su vez, la producción industrial y las utilidades del sector mejoraron (creciendo 6.6% y 29.5% anual respectivamente) durante noviembre, aunque favorecidos por una baja base de comparación. Por el lado de la inflación, los últimos dos registros mostraron una contracción en doce meses, y se espera retorne gradualmente a la meta durante este año. A su vez, el Banco Popular de China decidió mantener las tasas de

facilidad de préstamo a 1 y 5 años en 3.45% y 4.2% respectivamente durante diciembre, en línea con lo esperado, pero en lo más reciente dio señales de estar pronto a anunciar nuevos estímulos monetarios, como un nuevo recorte del requerimiento de reservas.

Las acciones chinas alcanzaron mínimos desde 2019 y su peso en los índices MSCI de acciones globales y emergentes cayó de manera significativa a lo largo de 2023. En este contexto, las valorizaciones continúan transando con más de 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL) y las proyecciones de utilidades se corrigen a la baja en el último mes. De esta forma se decide **mantener la posición neutral en acciones chinas**, considerando que, a pesar de valorizaciones atractivas y estímulos fiscales y monetarios, la desconfianza de inversionistas no permite el retorno de los flujos.

### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight***

El mercado accionario de Asia Emergente ex China tuvo un destacado desempeño en 2023, con fundamentos que seguirán apoyando un relativo *outperformance* con respecto a otros mercados. Las perspectivas macroeconómicas y corporativas para India se mantienen positivas, y ha continuado la entrada de flujos. En Taiwán y Corea del Sur se proyectan utilidades creciendo sobre pares emergentes, aunque la política puede añadir volatilidad. A su vez, el mercado accionario de la región se ha desacoplado del chino, aislándose parcialmente de shocks del gigante asiático, mas no estando totalmente exento de sus vaivenes, que de materializarse podrían suponer riesgos para el resto de Asia.

**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 54.9 y 59 pts. respectivamente en diciembre, mientras que se proyecta un crecimiento del PIB de 7.3% anual durante FY24 (año fiscal abr23-mar24). La inflación de noviembre fue 5.6% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%) y se espera continúe con una tendencia de desaceleración durante 2024. A su vez, en la última reunión de política monetaria de diciembre, el Banco Central mantuvo su tasa de interés en 6.50% y el mercado internaliza que se mantenga durante la reunión de febrero para iniciar recortes a fines del segundo trimestre. 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 dentro de Asia emergente, con un crecimiento de proyectado de doble dígito tanto para este como para el próximo año. Por el lado geopolítico, el país no había sido significativamente afectado por las tensiones a nivel global, sin embargo, la importación de petróleo ruso podría verse afectada por las crecientes tensiones en el Mar Rojo. Además, durante este año se realizarán elecciones generales y el mercado internaliza una victoria y el tercer mandato de Modi debido a su fortaleza política y así una continuidad de las reformas y políticas promercado y de atracción de inversión extranjera.

**Las acciones surcoreanas se mantienen en *overweight*.** Continúa el *momentum* económico en Corea del Sur y el PMI de manufacturas de diciembre se mantuvo en torno a 50 pts., a la vez que las exportaciones crecieron el mismo mes 5.1% interanual, mientras que las exportaciones de semiconductores crecieron 21.8% anual, en línea el inicio a este nuevo ciclo de semiconductores que impulsaría la economía coreana. La inflación cerró 2023 en 3.2% anual, continuando con la senda de desaceleración. A su vez, el Banco Central realizará reunión de política monetaria el 10 de enero y se espera que mantenga la tasa de referencia con el objetivo de continuar con una inflación controlada y restringir el aumento de la deuda de los hogares. Samsung (empresa con peso significativo en el índice), planea lanzar su nuevo modelo de teléfonos durante la tercera semana de enero, anunciando que las nuevas capacidades vienen de la mano de la inteligencia artificial. Por su parte, las acciones coreanas repuntaron USD 5.8% durante diciembre, uno de los mejores desempeños dentro de Asia Emergente, pese a que las valorizaciones transan en torno a 1 desv. estándar sobre sus promedios históricos. En el

último mes se registran entradas netas de flujos de inversión al ETF más representativo del país por 6% del AUM. Finalmente, la proyección de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son de las más altas dentro de Asia EM y crecerían a doble dígito, siendo corregidas ambas al alza en el último mes.

**Se mantiene en neutral las acciones de Taiwán.** Las acciones taiwanesas aumentaron 5.6% en diciembre (en USD), mientras que el dólar taiwanés se depreció marginalmente (0.8%). Pese a ello, el *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de diciembre cayó a 47 pts. Por el lado de la inflación, finalizó el año 2023 con un moderado registro de 2.7% interanual, sobre el objetivo del Banco Central (2%), pero cada vez más próximo. Se espera que el índice de precios converja a la meta durante el primer trimestre del año. En línea con una inflación controlada, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en diciembre, y la próxima reunión será en marzo, así el mercado proyecta que el inicio de recortes de tasas comience en el segundo trimestre de 2024. 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 se proyecta un crecimiento de utilidades para 2024 de dos dígitos, se corrige a la baja en el último mes. En el ámbito político, las elecciones presidenciales a celebrarse el 13 de enero aumentan las presiones con China, en tanto Xi Jinping comunicó en su discurso de año nuevo que la reunificación de “una sola China” era inevitable y que los compatriotas de ambos lados -China continental y Taiwán- deben compartir la gloria del “rejuvenecimiento nacional”. Las encuestas continúan dando por vencedor a Lai Ching-te (Partido Progresista Democrático, oficialista), pero la brecha con su principal opositor a disminuido durante las últimas semanas.

**Se mantiene la posición neutral en Indonesia.** Las acciones de Indonesia se quedaron rezagadas en diciembre (USD 3.9%). Mientras que valorizaciones lucen atractivas, encontrándose bajo de su promedio histórico (tanto P/U  *fwd.* como P/VL). Por el lado económico, continúa con un *momentum* positivo, el PMI de manufacturas aumentó a 52.2 pts. en diciembre, revirtiendo la tendencia a la baja de los últimos cuatro meses. Por su parte, la inflación cerró 2023 en 2.6% anual, dentro el rango meta. Durante la última reunión de política monetaria en diciembre, se decidió mantener la tasa de referencia en 6.0%. Se espera que a lo largo de 2024 los recortes de tasa alcancen en total 125 pbs., sin embargo, los recortes comenzarían después del Fed, pudiendo retrasarse para dar soporte a la moneda, que además históricamente ha tenido un desempeño inferior al de sus pares en periodos previos a las elecciones presidenciales y generales, como la que se viene en febrero. En línea con los anterior, la incertidumbre respecto a las elecciones de febrero continúa, ya que hay preocupación por la estabilidad política y el enfoque promercado. Por el lado de **Tailandia se aumenta el *underweight*.** El *momentum* económico se mantiene deteriorado y el PMI de manufacturas persiste en terreno contractivo en diciembre cayendo a 45 pts. Por el lado de los precios, la inflación continúa cayendo en diciembre y por tercer mes consecutivo tiene registros negativos (-0.8% a doce meses), 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 durante la reunión de febrero. El mercado internaliza que los recortes comenzarán en el tercer trimestre. Por el lado de las acciones, estas cayeron 14% durante 2023 el peor desempeño dentro de Asia Emergente, principalmente por estancamiento político y un crecimiento económico decepcionante, mientras que, las valorizaciones de las acciones transan en torno a sus promedios de 5 años (P/U  *fwd.*) y las proyecciones de utilidad para este y el próximo año se corrigen a la baja. En busca que impulsar la economía, Tailandia y China acordaron viajar sin visa para recuperar el turismo, industria clave para la recuperación económica.

### **EMEA: se mantiene el *underweight***

Los acontecimientos en el Mar Rojo han elevado las tensiones en el Medio Oriente, inyectando volatilidad al precio del petróleo. Por el lado de Turquía, la inflación ha seguido acelerándose y el Banco Central subiendo tasas. En Sudáfrica se realizarán elecciones de Asamblea Nacional y la agenda política sigue copada, en tanto China restauró los aranceles a las

importaciones de carbón. Por su parte, Arabia Saudita podría ser uno de los ganadores ante un eventual empujamiento de los precios del petróleo. Sin embargo, se mantiene una postura cautelosa.

En **Sudáfrica** se aprobó que la administración de la empresa de energía estatal pase a manos del ministerio de Electricidad para poner fin a los apagones y reestructurarla. El ministro asumió hace casi un año el cargo para disminuir los cortes de suministro, que durante 2023 se acentuaron alcanzando niveles récord. El *momentum* económico se deteriora y el PMI de manufacturas de diciembre cae a 49 pts. Por el lado de la inflación, continúa controlada dentro del rango objetivo (3.0% a 6.0%) ubicándose en 5.5% anual en noviembre, mientras la subyacente aumenta a 4.5%, sobre las expectativas. Esta economía es importadora neta de petróleo y gas, lo que la hace susceptible a presiones inflacionarias y deterioro de los términos de intercambio ante eventuales aumentos de las tensiones en el Mar Rojo. El mercado internaliza que los recortes de la tasa inicien en el segundo trimestre. Por el lado político, las elecciones son el principal foco de monitoreo, ya que se han definido como las más “reñidas” desde 1994. La erosión del partido gobernante pone en duda su continuidad lo que daría mayor incertidumbre, dando paso a la adopción de 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 sobre 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 de incertidumbre política, continuidad de problemas energéticos y valorizaciones caras, **se decide llevar a UW desde neutral.**

**Se mantiene la posición neutral en acciones turcas.** Desde agosto de 2023, el Banco Central comenzó a revertir los conocidos “KKM”, un esquema que protegía los depósitos en liras contra la depreciación cambiaria, para incentivarlos, lo que se consideraba como una medida poco ortodoxa. Durante diciembre, se informó que se dará fin a este programa y comentó que será un año en que la inflación comenzará a ceder y que las reservas aumentarán, promoviendo una mejora en la cuenta corriente y la disciplina fiscal. A pesar de las políticas de normalización, el *momentum* económico continúa débil y el PMI de manufacturas de diciembre se mantiene en 47 pts. La inflación se expandió a 64.8% anual en diciembre desde un 62% anual en noviembre, aunque bajo lo esperado, en tanto la medida subyacente se aceleró hasta 70.6%. Esto obliga al Banco Central a continuar con su ajuste de política monetaria; durante diciembre aumentó la tasa 250 pbs. hasta 42.5%, disminuyendo el ritmo del ajuste, desde 500 pbs. A su vez, la lira turca se depreció USD 36.6% durante 2023, siendo la moneda más castigada dentro de la región. Por el lado político, el presidente Recep Tayyip Erdogan se reunió con el Secretario de Estado de Estados Unidos, Antony Blinken durante su reciente visita a Turquía en enero. El objetivo de la reunión por parte de Blinken es que el conflicto entre Israel y Hamás se mantenga contenido en la Franja de Gaza y evitar un enfrentamiento regional, llamando a Turquía a desempeñar un rol conciliador para encontrar un camino hacia la paz y la seguridad sostenible. Recordemos que el mandatario turco ha tomado una postura en contra de Israel en la guerra y ha entregado su apoyo a la causa palestina. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan bajo sus promedios de 5 años (P/U  *fwd.*). Por su parte, las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y de doble dígito para 2024 y 2025, aunque ambas se corrigen a la baja durante el último mes.

**Se decide subponderar el resto de las economías de Europa EM (Polonia y Grecia).** El *momentum* económico es divergente, los PMIs de manufacturas de Polonia continúa en terreno contractivo y Grecia se encuentra en terreno expansivo. En Grecia, aunque el gobierno buscará reducir la deuda como porcentaje del PIB, esta sigue encontrándose sobre 150%. Mientras que Polonia sigue de cerca la guerra entre Rusia y Ucrania, y pide mayor apoyo para Kiev y más restricciones para Rusia, a la vez que durante la primera semana de enero estuvo en alerta luego de que aviones rusos entraran a espacio aéreo sin autorización. A pesar de que las valorizaciones continúan atractivas, las proyecciones de crecimiento de utilidades son negativas en ambas economías para este año.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se mantuvo sin cambios durante diciembre en 57.5 pts., en terreno de amplia expansión. La inflación continúa con la tendencia de desaceleración, registrando 1.7% anual en noviembre, manteniendo la ausencia de presiones inflacionarias. Para este año se espera que la inflación continúe en los niveles actuales proyectando 1.6% para el cierre de 2024. Mientras que, por el lado de la política monetaria, se espera que comience los recortes de la tasa de interés, en el segundo trimestre llegando a 5.25% (desde 5.50%). Por el lado de las valorizaciones, las acciones transan sobre sus promedios de 5 años (P/U *fwd.* y P/VL) y las proyecciones de crecimiento de utilidades son positivas y a doble dígito para este y el próximo año, siendo corregidas a la baja para 2024 y al alza para 2025. Esta economía -altamente dependiente del petróleo- implementó recortes de producción voluntarios de 1 millón de barriles diarios los cuales serán revisados mensualmente para mantener el precio del crudo en un piso, aunque se proyecta que estos recortes continúen a lo menos durante el primer trimestre de 2024. Sin embargo, sorprendió que el principal exportador de crudo del país aplicará recortes al precio de venta oficial para febrero en los envíos a Asia para ser más competitivo, contrastando las alzas del precio por las tensiones en el Mar Rojo. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, pero con perspectivas inciertas para el precio del petróleo en el corto plazo, tensiones geopolíticas al alza y valorizaciones ajustadas, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

**US TREASURIES: se mantiene el *underweight* en *treasuries* de 5 años, se neutraliza el *overweight* en *treasuries* de 10 años y se mantiene el neutral en *treasuries* de 30 años y TIPS**

Con la llegada de diciembre se realizó la última reunión de política monetaria del año y el Banco de la Reserva Federal, en línea con las festividades de fin de año, sorprendió positivamente al mercado con un *pivot* comunicacional, en donde dejó de lado el tono *hawkish* y en sus proyecciones aumentó el número recortes para 2024, reconociendo el comienzo de la discusión en torno a menores tasas de interés de cara a este año. Es así que el *rally* de la renta fija se extendió durante todo diciembre a medida que el mercado comenzó a ajustar sus expectativas de recortes de tasas, adelantando el inicio del ciclo de bajas a marzo y llegando a esperar hasta 6 recortes de 25 pbs. durante el 2024. Por otro lado, los últimos datos económicos contribuyen a consolidar el escenario de *soft landing* de la economía norteamericana con un mercado laboral que mantiene una creación de empleo estable y una tasa de desempleo en niveles históricamente bajos. En cuanto a la inflación, esta continúa desacelerándose, y el PCE de noviembre sorprendió levemente a la baja registrando un 2.6% anual, mientras que la medida subyacente cayó a 3.2%. Es así que, tras la reunión de diciembre, la caída en las tasas fue explicada principalmente por un ajuste de expectativas por parte del mercado ante el mensaje más *dovish* del Fed, más que por datos económicos. De esta manera la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanzó un mínimo 3.78% para actualmente moderarse a niveles de 4%, mientras que la de tasa de 2 años llegó a 4.23% y ahora vuelve a 4.37%, manteniendo inversa la curva. Por el lado del Fed, en diciembre actualizó sus proyecciones económicas ajustando al alza el crecimiento esperado para 2023 y levemente a la baja en 2024, manteniendo sus proyecciones de desempleo estable y reduciendo sus expectativas inflacionarias para ambos años. Sin embargo, la sorpresa para el mercado vino a través del *dot plot*, en donde el comité ajustó considerablemente las estimaciones para la tasa de política monetaria para 2024 pasando del 5.25% estimado en septiembre al 4.75% de la estimación actual, de manera que las expectativas entre el Fed y el mercado se mantienen desacopladas, con el segundo estimando una tasa de referencia de 4% al cierre de este año. 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 reduce a niveles de 117 pts., niveles históricamente elevados, pero moderándose con respecto a los últimos meses, sin embargo, presentando grandes variaciones *intraday* como respuesta a la publicación de datos económicos. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se mantienen

en niveles de 2.14% y 2.24%, en línea con los últimos positivos registros inflacionarios y menores presiones inflacionarias generadas por el petróleo, de esta manera que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). Es así que, tras las pronunciadas caídas de tasas en los dos últimos meses del año y el agresivo ajuste de expectativas de recortes de tasas del mercado para este año, observamos poco espacio para que continúe el *rally* y el mercado tendería a moderar sus expectativas de recortes en el corto-mediano plazo, alineándose más al Fed. En un horizonte de tiempo más largo, a pesar de que este año comenzarían los recortes, se mantiene la incertidumbre con respecto a la política fiscal estadounidense y los riesgos de largo plazo que implica. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración, manteniendo una posición corta táctica en *treasuries* de 5 años ante el excesivo ajuste de expectativas del mercado, se neutraliza la posición en *treasuries* de 10 años tomado utilidad del *rally* de los últimos 2 meses y se mantiene una posición neutral en *treasuries* de 30 y TIPS.**

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

En cuanto a la deuda desarrollada, durante diciembre continuó el *rally* de la renta fija y las tasas de los países desarrollados siguieron a la baja impulsadas por el cambio comunicacional del Banco de la Reserva Federal, que en la última reunión del año adoptó una postura más *dovish* y comienza a poner la discusión de recortes de tasas sobre la mesa. Por su parte, el Banco Central Europeo se mantuvo más firme que su contraparte americana y aunque reconoce los avances del proceso desinflacionario, considera que es muy pronto para hablar de recortes. Es así como observamos que gran parte del *rally* de la segunda mitad del mes es explicado por el ajuste de expectativas del mercado hacia el inicio de un ciclo de recortes de tasas más agresivo y anticipado de lo previamente estimado, en donde, el mercado espera que el Fed comience los recortes en marzo seguido por el BCE recortando ambos la tasa de referencia entre 125-150 pbs. el 2024. Por su parte *Investment Grade*, se vio bastante beneficiado por el *rally* de los últimos dos meses del año y junto con las caídas de tasas se comprimieron los *spreads* impulsando los retornos de la clase de activo y cerrando el año con una rentabilidad de 9.1%. Por otro lado, la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, ofreciendo un *yield* elevado por sobre 5.3%, 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. Dado lo anterior, **se mantiene el OW en *Global Investment Grade*.**

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

Por el lado de *high yield*, la clase de activo no se quedó atrás en el *rally* de los últimos meses y, a pesar de su menor duración, tuvo un desempeño equivalente a *investment grade* durante diciembre impulsada por grandes compresiones de *spreads* a medida que el mercado comienza a anticipar un *pivot* de la política monetaria y los últimos datos económicos consolidan aún más la expectativa de un *soft landing* en 2024. De esta manera *high yield*, con su menor duración y compresión de *spreads*, se mantuvo resiliente frente al ajuste monetario generando un *outperformance* con respecto al resto de activos de renta fija desarrollada con una rentabilidad anual de 13.7% en 2023. Sin embargo, a pesar del buen desempeño y 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%, restándole atractivo en cuanto a potenciales retornos. Por otro lado, en términos de riesgos, la menor calidad crediticia de la clase de activo otorga un menor grado de protección frente a aumento de las tensiones geopolíticas y escenarios de mayor deterioro económico, mientras que los niveles actuales de *spread* se encuentran muy por debajo de sus promedios históricos y parecen sobreestimar la resiliencia económica norteamericana, por lo que la clase de activo es vulnerable a una ampliación de *spreads* en el corto plazo. Dado lo anterior se mantiene el ***underweight* en *Global HY*.**



**DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY, neutral en soberanos IG, neutral en bonos corporativos HY y el *OW local markets*, mientras que se aumenta la exposición bonos corporativos IG**

Con respecto a la deuda emergente, durante diciembre se mantuvo la correlación positiva entre las tasas locales de países emergentes con las tasas de los bonos del tesoro norteamericano, impulsando así los retornos de la renta fija emergente a medida que los *treasuries* continuaron a la baja. Sin embargo, a pesar de los retornos positivos, la deuda emergente presentó cierto rezago con respecto al mundo desarrollado, con caídas de tasas más acotadas, al no incorporar un cambio tan radical en expectativas de recortes luego del *pivot* “comunicacional” del Fed. Con el inicio de enero observamos que las agresivas expectativas de recortes de tasas en países desarrollados muestran cierta corrección terminada con el *rally* iniciado en noviembre. No obstante, en la deuda emergente podría darse el caso contrario, y luego de que el año pasado los bancos centrales emergentes moderaron sus políticas monetarias expansivas con el fin de evitar mayores depreciaciones en sus monedas, con las menores presiones externas, podrían retomar un ciclo de recortes más agresivo. Bajo el contexto anterior, 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, disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose. Respecto a la deuda soberana emergente, la clase de activo se ha visto beneficiada estos últimos meses producto de su mayor duración presentado retornos sobre el resto de los activos de renta fija emergente. Sin embargo, la menor calidad crediticia de la clase de activo nos lleva a mantener cautela considerando la elevada incertidumbre geopolítica en un año de elecciones y manteniendo preferencia por otras opciones que implican menos riesgo. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene la preferencia por *Investment Grade*. La mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos riesgos locales y globales, mientras que mayor duración generaría retornos de capital ante las caídas de tasas a medida que disminuyen las presiones externas para los emergentes y el mundo comienza a entrar en un ciclo monetario expansivo. Por otro lado, desde una perspectiva de riesgo-retorno, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* atractivo de 5.7%. Por el lado *High Yield*, durante diciembre se mantiene un *underperformace* con respecto al mundo desarrollado explicado por las mayores compresiones de *spreads* en países desarrollados, impulsados por la mejora de expectativas en relación a la política monetaria y escenario económico en dichos países, junto con la moderación de las tensiones de conflictos geopolíticos globales. Es así que los *spreads* de *high yield* emergente continúan por debajo de sus promedios históricos, pero con una menor vulnerabilidad a correcciones que los *spreads* de países desarrollados. Por otro lado, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* atractivo de 9.1%, pero incorporando un mayor riesgo de crédito, por lo que se mantiene la preferencia por calidad dentro de la clase de activo. Respecto a *local markets*, a pesar de que el dólar continuó a la baja durante diciembre y la mayoría de las monedas emergentes se apreciaron, la clase de activo tuvo un peor desempeño que el resto de la renta fija explicada por el *underperformance* de Asia con respecto a EMEA y LatAm. Sin embargo, este año esperamos que las monedas emergentes sigan recuperando terreno a medida que el mundo entra en un ciclo de política monetaria expansivo y los países desarrollados comienza con los recortes de tasas. En línea con lo anterior, **se mantiene una exposición *underweight* en bonos soberanos HY, neutral en soberanos IG, neutral en bonos corporativos HY y *overweight local markets*. Mientras que se aumenta el *overweight* en bonos corporativos IG.**

## EXPOSICIÓN A MONEDAS | ENERO 2023

Monedas	Bench.	Diciembre	Enero	OW/UW		Cambio
USD	55.1%	55.9%	59.2%	OW	4.1%	3.3%
EUR	7.4%	5.8%	5.2%	UW	-2.2%	-0.6%
GBP	1.5%	1.2%	1.1%	UW	-0.4%	-0.1%
JPY	2.5%	3.3%	2.9%	OW	0.5%	-0.3%
GEMs	33.6%	33.9%	31.6%	UW	-2.0%	-2.3%
	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 | DICIEMBRE 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%	4.4%	2.2%	2.2%	0.0	3.7
Renta Fija	50%	45%	-5%	3.8%	1.9%	1.7%	1.4	-0.9
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-18.1	
Oro	0%	0%	0%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>4.09%</b>	<b>3.95%</b>	<b>-16.7</b>	<b>2.7</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	5.1%	0.69%	0.59%	-1.4	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	7.8%	0.10%	0.00%	-4.5	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	4.5%	0.13%	0.11%	-0.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	3.5%	0.56%	0.56%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	5.0%	0.70%	0.70%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	11.3%	0.41%	0.41%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	4.3%	0.21%	0.28%	-0.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.79%</b>	<b>2.63%</b>	<b>-6.2</b>	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	8.3%	0.34%	0.51%	7.8	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	8.6%	0.06%	0.15%	4.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-2.4%	-0.31%	-0.31%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	6.5%	1.01%	1.07%	2.1	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	4.0%	0.16%	0.16%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	5.1%	-1.8%	4.7%	0.33%	0.24%	-0.6	
<b>Emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.59%</b>	<b>1.82%</b>	<b>13.5</b>	
<b>Equities</b>					<b>4.38%</b>	<b>4.45%</b>	<b>7.3</b>	
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	-0.8%	2.3%	0.14%	0.12%	1.2	
Treasuries 10Y	11.5%	11.9%	0.4%	4.0%	0.47%	0.48%	0.1	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	8.2%	0.54%	0.54%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	2.7%	0.08%	0.08%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	4.3%	1.13%	1.17%	0.5	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	3.7%	0.16%	0.12%	0.1	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>57.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.51%</b>	<b>2.51%</b>	<b>1.8</b>	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	4.7%	0.24%	0.24%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	4.9%	0.27%	0.20%	-1.7	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	2.9%	0.11%	0.13%	-0.9	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	2.8%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	2.3%	0.54%	0.56%	-1.3	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>42.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.29%</b>	<b>1.27%</b>	<b>-3.9</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>3.80%</b>	<b>3.78%</b>	<b>-2.1</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 31 de diciembre 2023

En diciembre se mantuvo la asignación neutral en acciones y bonos en *UW*, dejando la cartera con 5% de caja. Al cierre del mes la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 4%, 14 pbs. bajo el *benchmark* principalmente por el 5% de caja.

Durante 2023 la cartera TAACo rentó 11.8% vs. 12.1% el *benchmark*. La cartera de acciones rentó 16.7% al igual que el *benchmark*, mientras la de renta fija 7.5% -también en línea con el *benchmark*-.

Durante diciembre, 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; por el lado negativo, restó la posición corta en Europa. En bonos nos benefició la posición corta en bonos del tesoro a 5 años, así como el largo en Global IG, mientras nos perjudicó el *OW* en deuda emergente.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	2023	3 años*	5 años*	10 años*			
<b>TAACo</b>	<b>3.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.4%</b>	
Benchmark	4.1%	8.7%	12.1%	-1.6%	4.1%	2.9%	3.7%	10.2%	
<b>Out/Under perf. (bps)</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>-33</b>	143	82	73	132		
<b>Acciones</b>	<b>4.4%</b>	<b>9.8%</b>	<b>16.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>7.2%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>15.2%</b>	
Benchmark	4.4%	9.7%	16.7%	0.8%	7.1%	4.3%	3.2%	15.1%	
Europe ex UK	5.1%	12.1%	18.9%	2.7%	7.6%	2.5%	2.9%	20.0%	
Europe Small Cap ex UK	7.8%	14.7%	14.0%	-1.8%	7.0%	4.2%	7.1%	23.9%	
UK	4.5%	6.9%	14.1%	8.4%	6.9%	2.5%	4.3%	19.6%	
US Large Cap Growth	3.5%	13.6%	49.5%	8.6%	20.5%	15.3%	--	21.4%	
US Large Cap Value	5.0%	9.0%	8.0%	9.0%	9.9%	7.7%	--	16.8%	
US Small Caps	11.3%	13.7%	17.9%	4.9%	11.9%	8.3%	9.1%	23.6%	
Japan	4.3%	8.0%	17.8%	-1.4%	4.7%	3.0%	1.8%	15.7%	
<b>Desarrollados</b>	<b>4.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>23.8%</b>	<b>7.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>8.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>19.0%</b>	
LatAm	8.3%	17.6%	32.7%	9.7%	6.1%	2.1%	8.4%	30.7%	
LatAm Small Cap	8.6%	14.7%	29.7%	2.0%	2.6%	-2.1%	6.6%	33.6%	
China	-2.4%	-4.2%	-11.2%	-18.4%	-2.8%	0.9%	6.8%	26.1%	
EM Asia ex China	6.5%	13.4%	21.2%	2.3%	9.7%	6.7%	--	20.1%	
EM Asia Small Cap	4.0%	9.2%	24.8%	7.0%	10.8%	6.4%	9.2%	19.9%	
EM Europe and Middle East	4.7%	8.0%	4.6%	-5.9%	-3.5%	-4.8%	2.3%	20.4%	
<b>Emergentes</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>19.0%</b>	
<b>Renta fija</b>	<b>3.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.5%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.5%</b>	
Benchmark	3.8%	7.6%	7.6%	-4.2%	0.7%	1.1%	3.6%	6.5%	
Treasuries 5Y	2.3%	4.4%	3.7%	-3.1%	0.6%	1.0%	3.2%	4.7%	
Treasuries 10Y	4.0%	6.6%	2.8%	-6.1%	0.0%	1.3%	3.5%	8.4%	
Treasuries 30Y	8.2%	12.3%	1.2%	-13.7%	-2.4%	1.7%	4.3%	17.4%	
US Tips	2.7%	4.7%	3.9%	-1.0%	3.2%	2.4%	4.4%	6.2%	
Global Corporate IG	4.3%	8.8%	9.6%	-3.9%	1.8%	1.8%	4.4%	9.0%	
Global Corporate HY	3.7%	7.7%	13.5%	0.4%	4.4%	3.7%	6.8%	10.0%	
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>4.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>6.9%</b>	<b>-4.6%</b>					
EM Sovereign IG	4.7%	8.2%	7.1%	-4.8%	1.7%	2.9%	5.8%	9.7%	
EM Sovereign HY	4.9%	10.7%	15.4%	-0.6%	2.0%	2.8%	7.4%	14.5%	
EM Corporate IG	2.9%	5.4%	7.3%	-2.7%	2.1%	2.8%	--	6.5%	
EM Corporate HY	2.8%	5.3%	7.0%	-3.1%	2.2%	3.8%	--	10.8%	
EM Local Markets	2.3%	6.0%	7.7%	-1.8%	1.8%	0.4%	--	10.0%	
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>3.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>-2.6%</b>					
<b>Caja</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.6%</b>	
<b>Oro</b>	<b>2.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>9.5%</b>	<b>14.3%</b>	

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.