

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Ene	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-0.9%	10.0%	4.8%	-0.4%	3.6%	3.8%	5.0%	10.4%
Benchmark	-1.0%	10.1%	5.2%	-1.8%	2.8%	3.0%	3.6%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	12	-18	-35	149	81	78	132	
Acciones	-1.5%	12.0%	6.9%	0.3%	5.2%	4.7%	3.6%	15.2%
Benchmark	-1.5%	11.9%	7.0%	0.2%	5.2%	4.6%	3.1%	15.1%
Renta Fija	-0.5%	8.4%	3.1%	-3.6%	0.5%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	-0.5%	8.4%	3.2%	-4.1%	0.1%	1.1%	3.5%	6.5%
Caja	0.4%	1.4%	5.2%	2.3%	1.9%	1.3%	1.5%	0.6%
Oro	-1.2%	2.8%	6.7%	3.3%	9.2%	5.1%	9.4%	14.4%

Resultados al 31 de enero de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

Visión mensual – febrero 2024

Una (o dos) golondrina(s) no hace(n) el verano*

A pesar de un escenario menos adverso para la economía global, lo cual aumenta las probabilidades de un *soft landing* o aterrizaje suave de la economía de Estados Unidos, los datos económicos aún no son concluyentes respecto que la inflación está completamente controlada. Esto porque prevalece robustez en ciertos indicadores. Por ejemplo, el mercado laboral está en niveles de pleno empleo y mes a mes los datos siguen sorprendiendo por el alto nivel de dinamismo. Ello puede llevar a la necesidad de postergar el pivot del Fed (comienzo de las bajas de tasas de interés) y que las tasas se mantengan altas por aún más tiempo. De darse esto, aumentarían las probabilidades de una recesión.

En cuanto al resto de la economía global, China aún no muestra señales de recuperación y, a pesar de que las acciones están muy baratas, no se vislumbra un catalizador de la recuperación de sus precios. Prevalece la crisis en el sector inmobiliario y la falta de confianza -tanto de inversionistas locales como globales.

Actualmente, existe una 'inquietante' divergencia entre las expectativas de bajas de tasas de interés del mercado y las del Fed. En el caso del primero, algunos datos de debilidad económica gatillaron fuertes bajas en las tasas, mientras que el llamado 'dot plot' o gráfico que señala las expectativas de los participantes de comité de política monetaria del Fed, sugiere tres recortes de tasas para este año.

Además, las alzas en los precios de las acciones estadounidenses en la segunda mitad del enero pasado llevaron a las valorizaciones a niveles relativamente altos y con escaso potencial respecto del *target price* de consenso (luego de tres meses de alzas consecutivas).

Por otro lado, también se está dando una divergencia entre las proyecciones de crecimiento económico para Estados Unidos y las estimaciones de aumento de las utilidades corporativas. Un crecimiento de 12% estimado para las ganancias de las empresas del S&P500 en 2024 no se

ÍNDICE

Una (o dos) golondrina(s) no hace(n) el verano1

Asignación de activos3

Resultados TAACo Global Enero 202418

Desempeño histórico 19

Niveles de actividad y datos mixtos no permiten concluir que la inflación está controlada

China sin catalizadores

Inquietantes divergencias entre mercado y Fed por tasas

Acciones con escaso potencial al alza

Discrepancia entre proyecciones de crecimiento

*Basado en la canción de José Luis Rodríguez, "Una golondrina no hace verano".

condeciría, aparentemente con la desaceleración económica: el PIB pasaría de crecer 2.5% en 2023 a 2.1% en 2024.

Por eso, dado el análisis de los factores determinantes de la tendencia de los mercados y las visiones de nuestros estrategas, se decidió mantener la asignación del TAACo Global con un *underweight* en acciones y renta fija y *overweight* a caja.

económico y de
utilidades
corporativas

UW acciones y
bonos, *OW* caja

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | FEBRERO 2024

TAACo Global	Bench.	Enero	Febrero	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	45%	45%	UW	-5%		
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%		
Caja		10%	10%	OW	10.0%		
Oro				N			
Total Cartera							
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%		
Mercados desarrollados	56.0%	53.8%	53.8%	UW	-2.2%		
LatAm	4.1%	6.1%	7.1%	OW	3.0%	1.0%	+
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	0.7%	N		-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%		
Mercados emergentes	44.0%	46.2%	46.2%	OW	2.2%		
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	6.7%	OW	0.7%	1.5%	+
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	10.0%	UW	-1.5%	-1.5%	-
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%	26.5%	N		-1.0%	-
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	4.3%	N		1.0%	+
Deuda desarrollados	57.7%	56.9%	56.9%	UW	-0.8%		
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%	5.0%	5.0%	OW	1.4%		
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	5.9%	OW	0.9%	0.9%	+
EM Local Markets	23.2%	24.1%	23.2%	N		-0.9%	-
Deuda emergente	42.3%	43.1%	43.1%	OW	0.8%		
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

Se mantiene *UW* acciones y bonos, *OW* caja

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: *OW* treasuries 5 años, *UW* 10 años

Neutral *Global IG* y *HY*

OW emergentes: *OW* corporativos, *UW* soberanos *HY*

RENTA VARIABLE

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

El viejo continente no logra reactivar la economía. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que crecería este año 0.9%, pero el mercado es más pesimista y proyecta apenas un 0.5% (dato que es corregido a la baja en el último mes). Esto, tras un 2023 en el que el PIB de la Eurozona creció un magro 0.5%, negativamente incidido por una contracción de 0.3% en Alemania, la principal economía del bloque. Sin embargo, la desaceleración económica, y de la demanda, por el lado positivo, están facilitando la convergencia de la inflación. Ésta podría volver a niveles cercanos al 2% durante la segunda mitad de 2024. Ante tal situación, el mercado internaliza que el Banco Central Europeo podría realizar al menos 4 recortes de tasas en 2024, comenzando en abril, con el fin de dejar de restringir la economía.

En lo más reciente, el *momentum* económico mejora, con datos que reportan prácticamente en línea con los estimados. El indicador líder PMI de manufacturas mejora en el margen (46.6 pts. en enero) y el de servicios decepciona, bajando a 48.4 pts., 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 clara de recuperación.

A nivel agregado, la inflación continuó en enero su tendencia a la baja y se ubicó en 2.8% anual (3.3% el registro subyacente), dentro del rango meta del Banco Central Europeo, pero levemente sobre el 2.7% esperado por el mercado, lo que llevó al consenso a retrasar el inicio de recortes en el sistema de tasas de referencia.

El Banco Central ya habría terminado con el ciclo de alza de tasas, la economía se sigue enfriando y la inflación continúa a la baja. Sin embargo, en línea con los movimientos globales, al 5 de febrero la tasa del Bund alemán a 2 y 10 años subió en torno a 10 pbs. en los últimos 30 días para ubicarse en 2.61% y 2.32% respectivamente.

Enero extendió las ganancias y el Stoxx 50 subió 0.8% (en USD), bajo las acciones estadounidenses. 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.

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. A la fecha ha reportado un 19% de las compañías del Eurostoxx, con sorpresas marginalmente positivas tanto en ventas como en utilidades, pero con caídas en ambos frentes. Según Factset, para 2024 las utilidades corporativas crecerían 6.0%, lo que es corregido a la baja en el último mes y se compara negativamente respecto a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades sería liderado por el sector inmobiliario, tecnología y materiales, todos los cuales cuentan con una baja base de comparación.

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*

En línea con el continente, la economía británica continuará estancada en 2024 y el FMI estima que luego de haber crecido un 0.5% en 2023, el PIB del Reino Unido se expandirá un magro 0.6% este año. A pesar de esta evidente desaceleración económica, un mercado laboral ajustado ha llevado a que la convergencia de la inflación sea lenta, y esta se ubicaría recién en la meta con miras a 2025. En este contexto, el dato de inflación de diciembre decepcionó y se aceleró marginalmente hasta un 4.0% anual, en tanto el registro subyacente se mantuvo en los mismos niveles de noviembre, anotando un 5.1% en doce meses. El mercado al igual que otros países desarrollados modera sus expectativas de recortes e internaliza para 2024 entre 3 y 4 recortes de tasas, comenzando en junio.

El deterioro económico proyectado se refleja en las estimaciones de utilidades para este año y es que según Factset, las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 1.5% este año, corrigiéndose significativamente a la baja en el último mes. Además, un 10% de las compañías del FTSE 100 han publicado sus reportes corporativos del 4T2023, exhibiendo caídas de más del 20% tanto en ventas como en utilidades, pero con sorpresas positivas.

Con respecto al índice de sorpresas económicas, este se profundiza en terreno negativo, mientras que los PMIs de enero mejoran en el margen, pero aún el de manufacturas se mantiene en terreno de contracción económica en 47.3 pts.

El mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo se mantiene en 4.2% en el trimestre móvil terminado en noviembre, con los salarios reales subiendo 1.7% anual causando preocupación al Banco de Inglaterra por los efectos inflacionarios que podría tener. Por su parte, el consumo decepciona a las expectativas y las ventas minoristas se contraen 2.4% anual durante diciembre.

A pesar que el registro de inflación de diciembre decepcionó al mercado y se aceleró hasta 4.0% anual, el Banco de Inglaterra, mantuvo en 5.25% la tasa de referencia en su última reunión y abre la puerta a potenciales recortes durante 2024. De esta forma, el mercado estima que habríamos llegado a un fin del ciclo de alza de tasas, sin embargo, modera sus expectativas de recortes de tasas a entre 3 y 4 para este año. Acoplándose a los movimientos globales, la curva de tasas soberanas aumentó en los últimos 30 días, hasta el 5 de enero. La tasa a 2 años aumentó 15 pbs. hasta 4.23% y la de 10 años subió en torno 16 pbs. hasta 4%.

Proyecciones oficiales y la publicación de datos dan cuenta de una deteriorada situación económica, en línea con estimaciones de utilidades que se corrigen a la baja. Aun cuando se comienzan a observar entradas netas marginales de flujos de inversión a ETFs en el último mes y las valorizaciones transan bajo el promedio de 5 años, **se mantiene el *underweight* en acciones británicas.**

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

La economía sigue sorprendiendo por su resiliencia. En el cuarto trimestre de 2023 el PIB creció 3.3% anualizado, superando las expectativas. Esto llevó a que el 2023 el PIB se acelerara para crecer 2.5% desde 2.1% en 2022 y así la normalización de la economía se posterga para este año con un cada vez más probable *soft landing*. Este año el país crecería 1.5%, dato que ha sido corregido al alza el último mes.

El *momentum* económico vuelve recuperar dinamismo con sorpresas por el lado de la actividad. El consumo se mantiene sin ceder ante el ajuste monetario (creció 0.6% mensual en diciembre) y la producción industrial crece luego de dos meses de contracción. 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. También comienzan a disminuir los ahorros, lo que "normalizaría" el consumo. Sin embargo, el mercado laboral sigue fuerte y se acelera la creación de empleo en enero, agregando 353 mil nuevos puestos de trabajo. La tasa de desempleo se mantuvo en 3.7%, sobre el 3.8% esperado por el mercado, y los salarios crecen con fuerza un 4.5% anual, acelerándose con respecto a diciembre y sobre lo esperado por el consenso de los analistas.

Por el lado monetario, la inflación subió en diciembre por efectos de comparación desde 3.1% anual a 3.4%, con la medida subyacente bajando a 3.9%. No obstante, no se alcanzaría el 2% hasta inicios de 2025, en línea con mayores presiones desde un mercado laboral que se mantiene resiliente. De todas formas, la senda de convergencia llevó al Fed a mantener el nivel de tasas en el rango 5.25-5.50% por cuarta reunión consecutiva a fines de enero. Tras la reunión, el mercado continúa moderando sus expectativas de recortes de tasas e internaliza entre 4 y 5 recortes en 2024, retrasado el inicio de estos a mayo de este año. En consecuencia, la curva de tasas de interés de bonos del Tesoro aumenta el último mes, con la tasa a 10 años aumentando hasta 4.09% y la de 2 años alcanzando 4.39%.

Las acciones estadounidenses subieron en enero por tercer mes consecutivo, impulsadas además por sorpresas positivas en los reportes corporativos del 4to trimestre de 2023. A la fecha ha reportado 51% de las compañías del S&P500, con un crecimiento de utilidades de 3.6% y una sorpresa de 6.4%. Destacan los sectores de servicios de comunicación, *utilities* y tecnologías de la información, mostrando las principales alzas en utilidades, con reportes de empresas como Meta y

Amazon que vuelven a impulsar el desempeño accionario de las “Siete Magníficas”. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan más de un 11%, superando a pares desarrollados. El crecimiento de utilidades estaría impulsado por los sectores de salud, tecnología y servicios comunicacionales.

La extensión del *rally* ha encarecido las valorizaciones. La razón P/U *fwd.*, de acciones tipo *growth* y *value* transan sobre promedios históricos, pero en *small cap* aún hay descuento, además de rezago. La subida de 2023 estuvo concentrada en pocas acciones y habría espacio para que permealte en otros sectores y estilos rezagados, parte de lo que vimos en diciembre.

Por su parte, en el plano político, comienza a cobrar relevancia la carrera presidencial de cara a las elecciones de noviembre. Así, comenzaron las elecciones primarias, con un amplio triunfo del ex presidente Donald Trump tanto en Iowa como en New Hampshire, los dos estados en los que ya se han realizado estas instancias. Luego de esto, uno de sus contrincantes más fuertes, el gobernador de Florida, Ron DeSantis, abandonó la carrera presidencial y deja el camino libre para que Trump sea el candidato final por la derecha estadounidense. De todas maneras, una serie de acusaciones legales en su contra podrían frenar este avance.

A pesar del positivo *momentum* económico y de flujos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, postergación del inicio de recortes de tasas, elevada volatilidad de éstas 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 sigue siendo excepción, con un inicio de año que sorprende por su fuerza. El Nikkei subió 8.3% en yenes (4.3% en USD) durante enero, desacoplándose del resto de mercados desarrollados.

Detrás del *rally* hay una serie de factores, los cuales seguirán dando soporte a las acciones japonesas:

- Inflación: habría llegado para quedarse, lo que es un problema favorable dado lo acotado de su nivel (2.3% anual en diciembre para la medida *headline* y 3.7% en la subyacente). Tal nivel de inflación ha permitido mantener la política monetaria expansiva, lo que en conjunto con aumento en los salarios ha lubricado la economía e impulsado los ingresos corporativos.
- Reformas estructurales: hay una serie de iniciativas que buscan aumentar la transparencia del mercado de capitales y mejorar los gobiernos corporativos. Con el objetivo de hacer más eficiente el uso de capital, se ha fomentado que las empresas paguen más dividendos y/o recompras de acciones. También se está impulsando mayor participación de mujeres en directorios, presentar los estados financieros en inglés, entre otros.
- Flujos: desde distintos frentes. Captura de flujos internacionales que migran desde China, desde inversionistas globales que aún tienen posiciones cortas e incluso de inversionistas locales que con los cambios regulatorios se vuelcan a los activos locales. Desde enero de este año las NISA (cuentas de ahorro individual japonesas) permiten montos más altos de inversión libre de impuesto, lo que podría dar soporte a flujos desde ahorros en caja a acciones locales.

En enero las acciones japonesas subieron más que pares globales lo que lleva a 3 meses continuos de alzas y encarecimiento de las valorizaciones. No obstante, la razón P/U *fwd.* se mantiene en niveles justos tanto en términos absolutos como relativos a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 9.6%, estimación levemente superior a pares desarrollados y corregida al alza en el último mes.

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

El primer mes del año partió de manera negativa para los mercados emergentes. En China, a pesar de lo atractivas de sus valorizaciones, la entrada de flujos de las últimas semanas estuvo marcada por inversionistas domésticos y se mantienen las dudas respecto de la efectividad de sus políticas para la recuperación económica. En América Latina, se neutraliza la posición en Small Caps para reasignárselas a Large Cap, con valorizaciones que tras la corrección de enero sugieren un mayor espacio para rebotar y menos volatilidad. En Asia EM ex China, se dispó parte de la incertidumbre por el resultado electoral en Taiwán, y se mantiene el buen *momentum* económico y corporativo en países como India y Corea del Sur. En EMEA, el desempeño defensivo de enero podría revertirse ante una mayor volatilidad en precios de *commodities* y ruidos políticos.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight*

En América Latina han continuado los recortes de tasas de referencia, acelerándose en el caso de Chile. Las valorizaciones lucen más atractivas tras la corrección de enero, y los PMIs dan cuenta de una mejora del *momentum* económico al comienzo del año. Los ruidos políticos han disminuido en enero, con Congresos que se mantienen en receso, mientras que en México el anuncio de reformas disruptivas ha aumentado marginalmente los niveles de incertidumbre. Sin embargo, el soporte estructural del *nearshoring* se mantiene como una razón para favorecer la sobreexposición. Se opta por *OW* concentrado en índices de mayor capitalización bursátil, ante una eventual mayor volatilidad en los mercados. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica**.

En **Brasil** la economía se desacelera, pero se mantiene resiliente, con la publicación de datos que han sorprendido al consenso de los analistas. La actividad económica de noviembre creció un 2.2% anual y el FMI estima que el crecimiento de Brasil en 2023 habría sido de 3.1% y revisó al alza el de este año hasta 1.7%. Por otro lado, el mercado laboral se mantiene ajustado, con una tasa de desempleo que cerró 2023 a la baja y sorprendiendo, en un 7.4% y anotando mínimos desde 2015. A su vez, los indicadores líderes PMI de enero registran mejoras, con tanto el de manufacturas como servicios consolidándose en terreno expansivo. Por el lado de la inflación, esta se mantiene a la baja cerrando 2023 en 4.6% anual y el Banco Central ha seguido recortando la Selic a un ritmo de 50 pbs. por reunión, llevándola en enero hasta 11.25%. Así, el mercado considera que esta tasa se ubicará en 9.5% al cierre de este año. Por el lado político, el gobierno comienza el año con una aprobación robusta que da pie para que continúe aprobando reformas para fortalecer las arcas fiscales. En este contexto, en las próximas semanas podrían aparecer comentarios respecto de revisiones de la meta fiscal de balance primario igual a 0% del PIB para este año, pero antes de una revisión el ejecutivo continuará impulsando sus iniciativas legislativas para aumentar la recaudación fiscal. Así, se espera que con el retorno de la actividad legislativa el gobierno priorice la tramitación de la implementación del IVA y la reforma del impuesto a la renta. Además, el presidente anunció un plan de revitalización de la industria que supone un gasto de USD 60 mil millones, que supuestamente vendría del Banco Nacional de Desarrollo y con la intención de impulsar la productividad y la economía. No obstante, este anuncio añadió algo de ruido, recordando el programa de aceleración continuada impulsado por la entonces presidenta Dilma Rousseff, que golpeó las arcas fiscales y no logró una recuperación económica significativa. Por el lado de las valorizaciones, éstas continúan transando con descuento cercano a media desviación estándar bajo su promedio de 5 años (*P/U fwd.*). Las proyecciones de utilidades para este año se revisan a la baja, pero se prevé que crezcan en torno a 6.2%. Así, en un contexto en que el Banco Central continuará recortando tasas, valorizaciones atractivas y baja en los riesgos políticos (*political derisking*), se mantiene el ***OW* en acciones brasileñas**.

En **México** la actividad económica ha decepcionado, y el PIB de 2023 habría cerrado el año con un crecimiento de 3.1%, bajo el 3.9% de 2022, pero aun resiliente. Así, el IMEF manufacturero mejoró en enero hasta 51.6 pts., en terreno de expansión y en un sector que estaba relativamente golpeado con respecto a los más domésticos. Así, el récord de remesas observado en 2023 por alrededor de USD 63 mil millones da soporte a la economía local. Por el lado de la inflación, la *headline* se aceleró en los últimos dos meses de 2023 y se espera que en enero siga con estas alzas hasta 4.9% anual. Sin embargo, los productos agropecuarios tuvieron especial incidencia en el dato de diciembre y el registro subyacente ha continuado con su tendencia de desaceleración, ubicándose en diciembre en 5.1% anual. En este contexto, el Banxico se reúne en febrero y el mercado espera mantenga la tasa de referencia en 11.25%, proyectando un inicio de recortes en marzo y cerrando el año en 9.25%. Por el lado político, el mercado sigue enfocado en las elecciones de junio y descuenta que Claudia Sheinbaum sea la próxima presidenta del país; lo clave será el resultado de la composición del Congreso. En este contexto, AMLO ha intentado acaparar el foco anunciando importantes reformas. En primer lugar, la reforma de pensiones, que plantea financiar con dineros fiscales un aumento de las pensiones hasta el equivalente del 100% de los ingresos laborales de los jubilados. A esta iniciativa los partidos como el PAN, PRI y PRD mostraron su apoyo, siempre y cuando se explique de dónde se obtendrán los recursos. Otra de las reformas propone aumentar el salario mínimo por sobre la inflación, añadiendo nuevas presiones inflacionarias. Con respecto al mercado, las valorizaciones continúan transando con descuento histórico, en torno a 0.5 desviaciones estándar bajo el promedio de 5 años (*P/U fwd.*). Por el lado más negativo, las proyecciones de crecimiento de utilidad se revisan a la baja en el último mes, esperando solo una expansión de 2.1% este año, destacando la exigente base de comparación que supuso 2023. Esto acompañado de una salida neta de flujos de inversión en el último mes, que no se condice con el *outperformance* que ha mostrado el mercado accionario al compararlo con la región. A su vez, el soporte estructural del *nearshoring* que impulsa el desempeño de la economía mexicana está dando frutos, y de la mano de la revisión al alza de las perspectivas para EE.UU., el FMI proyectó que México crecería un 2.7% este año, 0.6 puntos porcentuales más que lo estimado hace tres meses. Así, **se mantiene la posición *OW* que se traía en acciones mexicanas.**

En **Chile** enero estuvo marcado por discusiones políticas antes del receso del Congreso durante el mes de febrero. En este contexto, se aprobó en general la reforma de pensiones en la Cámara de Diputados y la ley corta de Isapres en el Senado, pasando ambas a las otras cámaras. Sin embargo, estas discusiones enfrentan obstáculos y discusiones áridas entre el gobierno y oposición, descartándose que al menos la de pensiones se apruebe tal como está. El primer fin de semana de febrero fuertes incendios azotaron al país, afectando a más de 15 mil viviendas, y reenfocando las prioridades políticas. Por el lado económico, el Banco Central en su última reunión de política monetaria adoptó un tono más *dovish* sugiriendo que la tasa de referencia se ubicará en torno a su nivel neutral en la segunda mitad del año. Esto significa un recorte desde los niveles actuales de 325 pbs. hasta un 4.00%, en tanto el mercado internaliza que se encontraría en este nivel en octubre de este año. A su vez, el último dato de inflación sorprendió al mercado y se espera el registro de enero se ubique en 3.5% anual, alcanzando la meta (3.0% en marzo). Este tono más *dovish* del comunicado conversa con una economía que no logra generar tracción, y es que tras tres registros positivos de actividad económica mensual, el dato de diciembre mostró una contracción de 1.0% anual, lo que llevó a cerrar 2023 con una contracción de 0.2%, poniendo en duda la normalización económica que sugerían los datos anteriores. Todo lo anterior golpeó al peso chileno que se depreció en enero un 5.6% y ha continuado en dicha senda en lo que va de febrero. Así, tras un primer mes del año negativo para las acciones, las valorizaciones se aliviaron aún más y es de los países emergentes que goza de un mayor descuento. A pesar de este bache, 2024 será un año de normalización económica dada la baja base de comparación, lo que podría atraer flujos netos de inversión. Así, **se mantiene la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia**, el último mes ha mostrado de manera casi transversal datos económicos mejores a los esperados. De esta manera, la actividad económica de noviembre sorprendió y se expandió 2.3% anual, mientras que la inflación se

desaceleró más de lo esperado y cerró el año 2023 en 9.3% anual, con un registro subyacente de 10.3% en doce meses. Así, para enero, se espera que la inflación continúe esta senda y se ubique en 8.4% (9.7% subyacente). A esto, el Banco Central ha respondido continuando con los recortes de tasa de referencia al mismo ritmo y en su reunión de enero bajó la tasa en 25 pbs. hasta 12.75%, en tanto el mercado proyectaba una disminución más agresiva (-50 pbs.). La decisión estuvo dividida y dos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República optaron por un recorte de 50 pbs. Según la encuesta mensual de expectativas económicas, la tasa se encontrará al cierre del año entre 7.75% y 8.25%. Por el lado político, se observó un cambio en el discurso del ejecutivo, y se está conversando de una reforma tributaria que podría disminuir la carga tributaria de las empresas, lo que, para compensar la menor recaudación, se contrastaría con un aumento de las personas naturales en los rangos de mayores ingresos. El mercado cree que esta reforma tributaria se está impulsando de manera que el ejecutivo tenga piso político para eventualmente aprobar sus reformas sociales. Recientemente, el ministro de Hacienda reveló el plan financiero para 2024 y sus proyecciones económicas, dando cuenta que este año se percibirá un déficit fiscal de 5.3% del PIB, en línea con la regla fiscal. Sin embargo, Moody's alertó que con esto se estaría acercando a los límites fiscales, agregando nuevos desafíos al escenario de las finanzas públicas. Con respecto a las valorizaciones, Colombia sigue siendo el país de la región con mayor descuento histórico, transando con una P/U *fwd.* 0.7 desviaciones estándar bajo el promedio de 5 años. Si bien en el último mes entraron flujos netos de inversión por ~10% del AUM de sus ETFs, el ETF más grande registra salidas marginales. Por el lado de las proyecciones de utilidad, estas se corrigen a la baja en el último mes y se proyecta una contracción del orden de 3.5% para este año. Con todo, a pesar de las atractivas valorizaciones y un menor ruido político, **se mantiene una posición neutral en acciones colombianas.**

La actividad económica **peruana** muestra señales de normalización tras seis meses de caída en doce meses y en noviembre creció 0.3% anual. La economía en 2023 se habría contraído un 0.5%, y este año se espera crezca del orden del 2.0%. De la mano de esta magra actividad, la inflación converge y en enero se ubicó en 3.0% anual, con un registro subyacente que ya entró en el rango de tolerancia del Banco Central, anotando un 2.9% en doce meses. De esta forma, la autoridad monetaria ha continuado con el ciclo de recortes, sin alterar el ritmo, y de 25 pbs. por reunión, llevándola hasta 6.50%, y se espera que en febrero vuelva a hacer lo mismo. Hacia el cierre del año, se proyecta esta se encuentre en 4.50% y el Banco Central no debiera acelerar de manera significativa el ritmo de recortes, a excepción de que se materialice un evento catastrófico del fenómeno del Niño. En esta línea, las temperaturas han aumentado en la última semana, pero aún se mantiene con mayor probabilidad un evento leve de este fenómeno. Por el lado político, no hay muchas novedades y el gobierno se mantiene en “modo supervivencia”, con elevados niveles de desaprobación. Se mantiene como escenario base que durante el primer trimestre de este año se apruebe un nuevo retiro de los fondos de pensiones y a lo largo del año se avance en la discusión de bicameralidad. A su vez, se conoció el déficit fiscal de 2023, el que incumplió la meta propuesta (2.4% del PIB) y se ubicó en 2.8% del PIB. Si bien ese registro no es suficiente para levantar preocupaciones en torno a la sostenibilidad fiscal, se debe evaluar el compromiso del gobierno hacia adelante. Las valorizaciones continúan transando en torno a promedios históricos y los ETFs siguen exhibiendo salidas netas de flujos de inversión en el último mes. Por otro lado, para este año se estima un crecimiento de utilidades ~18%, sobre lo proyectado hace un mes. De esta forma, considerando que la profundidad del mercado accionario es escasa y no muestra un atractivo punto de entrada, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** el gobierno continúa con su plan de estabilización económica, que consiste en una recesión inducida para que posteriormente se estabilice. Así, todavía quedarían pendientes unos meses de elevada inflación. De esta manera, los datos económicos acusan que la recesión está en pie y la actividad económica de noviembre se contrajo un 0.9% anual. Además, las ventas minoristas se habrían contraído un 28.5% (real) en enero, lo que alerta del deterioro de las condiciones económicas. A lo anterior se suma que la ola de calor deteriora las perspectivas para la cosecha. A su vez, el FMI revisó a

la baja las proyecciones de crecimiento para este año, estimando que en 2023 la caída en la economía argentina habría sido de 1.1%, profundizándose a un -2.8% en 2024. Adicionalmente, el año pasado cerró con una inflación de 211.4% anual (25.5% mensual) y los registros que se conocerán los próximos meses debieran ser de igual o mayor magnitud. A su vez, el mercado también espera una devaluación adicional del peso argentino, para cerrar parcialmente la brecha entre el dólar oficial y el *blue chip swap* que ha vuelto a ampliarse. Respecto de las iniciativas legislativas, la Ley Ómnibus ha dado mucho de qué hablar, e incluso con el retiro de más de 100 artículos y de las medidas de ajuste fiscal. Aún así, el gobierno apunta a un ajuste significativo, con un déficit fiscal que cerraría el año en torno a un 2.5% del PIB. A pesar del descontento social que esto ha generado y las protestas que se han desatado, una versión diluida la Ley Ómnibus logró aprobarse en general en la Cámara de Diputados y está pendiente el debate de los artículos, para pasar al Senado. Se espera sea aprobada en su totalidad en las sesiones extraordinarias del Congreso que se extenderán (al menos) hasta el 15 de febrero. Por el lado del Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU), complemento a la ley descrita anteriormente, siguen las medidas judiciales que frenan la vigencia de algunos capítulos del decreto. En noticias más positivas, el directorio del FMI liberó el desembolso por aproximadamente USD 4,700 millones para Argentina, que le permitirá enfrentar los vencimientos que mantiene. Si bien actualmente el gobierno goza de elevados niveles de confianza -lo que suele observarse al inicio de los mandatos-, esto podría revertirse. De materializarse un descontento social, una inflación más persistente de lo esperado y/o una actividad económica que no despega, el gobierno estaría enfrentando problemas de gobernabilidad difíciles de revertir y podría tener que acudir a sus planes iniciales de dolarización. Así, a pesar de las descontadas valorizaciones y la entrada neta de flujos de inversión a ETFs, se mantiene un panorama incierto tanto a nivel económico como político, lo que nos lleva a **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

El Fondo Monetario Internacional -FMI- en la actualización de enero, proyecta un crecimiento de 4.6% y 4.1% para 2024 y 2025 respectivamente, evidenciando una desaceleración económica desde la expansión de 5.2% en 2023. A la vez que el primer ministro chino, en el Foro Económico Mundial en Davos, se adelantó a la publicación oficial de los datos y comunicó que la economía china creció 5.2% en 2023, enfatizando que no fue necesario recurrir a estímulos masivos para alcanzar el objetivo oficial de crecimiento del gobierno de 5%. El comunicado afectó la confianza de los inversionistas teniendo un efecto negativo en los mercados.

Pese a estas palabras del primer ministro en Davos, días después se anunciaba que los estímulos continuarían lo necesario para estabilizar la economía. En esta línea, se recortó la tasa de requerimientos de reserva en 50 pbs. hasta 10%, sorprendiendo al mercado positivamente ya que no se dio a conocer según el mecanismo habitual. La medida que comenzó a regir el 5 de febrero, liberando en torno a USD 139 mil millones de liquidez de largo plazo según el comunicado. Además, el Banco Popular de China reveló planes de créditos dirigidos a algunos sectores claves para el crecimiento económico. Sin embargo, el impulso al mercado accionario de ambos comunicados se fue esfumando días tras día, mientras se desvanece el optimismo de más estímulos que busquen restablecer la confianza de los inversionistas. Así, la Comisión Reguladora de Valores de China se comprometió a estabilizar el mercado, luego que el viernes 2 de febrero las acciones rompieran el piso técnico y cayeran a su valor más bajo desde enero de 2019. Por el lado del sector inmobiliario, persiste la crisis. Evergrande -uno de los principales desarrolladores del país- recibió la orden de liquidación por un tribunal en Hong Kong. El fallo marcó un hito en la crisis del sector inmobiliario chino y demuestra que, pese a los estímulos anunciados a lo largo de 2023, no hay signos de recuperación.

Por el lado geopolítico, las tensiones con Taiwán no aumentaron durante enero luego de la victoria del candidato Willian Lai. Por el lado de las relaciones con Estados Unidos, es ambigua, en primer lugar, durante enero se reunieron funcionarios estadounidenses y chinos se reunieron en Beijing, siendo una señal de mejora en los vínculos. En segundo lugar, los

anuncios de Trump sobre la implementación de aranceles del 60% a las importaciones chinas si gana las elecciones presidenciales en noviembre, podrían generar una respuesta no deseada de China

Con respecto a la actividad económica, el PMI Caixin de manufacturas continúa en terreno de leve expansión en enero (50.8 pts.), contrario al registro oficial que se mantiene en sector contractivo (49.2 pts.), mientras que el de servicios se encuentra en 52.7 pts. A su vez, la producción industrial y las utilidades del sector mejoraron (creciendo 6.8% anual cada una) durante diciembre, aunque continúan favorecidos por una baja base de comparación. Por el lado de la inflación, se mantiene en niveles negativos 0.3% anual en diciembre, aunque mejor que el dato previo (-0.5%). 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 enero, en línea con lo esperado.

Las acciones chinas volvieron a alcanzar mínimos, esta vez desde enero de 2019, mientras que las valorizaciones continúan transando con más de 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL), siendo una de las más descontadas, entrando flujos de manera generalizada a ETFs. Sin embargo, al realizar un análisis más profundo, estos flujos son de inversionistas domésticos, mientras que los inversionistas extranjeros continúan saliendo. Por el lado de las proyecciones de utilidades para este año se corrigen al alza en el último mes, mientras que para el próximo año se corrigen a la baja. De esta forma se decide **mantener la posición neutral en acciones chinas**, considerando que, a pesar de las valorizaciones atractivas y estímulos fiscales y monetarios, la desconfianza de inversionistas internacionales no permite el retorno de los flujos. Por otro lado, en febrero es el año nuevo Lunar chino, temporada de vacaciones que suele durar en torno a 15 días, generando el cierre de la economía y los mercados.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el *overweight*

En enero, los mercados accionarios emergentes se desacoplaron de países desarrollados, con Asia EM. ex China cayendo un 2.4% en dólares. De todas maneras, mercados como India lograron una rentabilidad positiva, en línea con el carácter defensivo que ha venido mostrando los últimos años. A pesar de este *underperformance* y valorizaciones que no lucen particularmente atractivas, las principales economías mostrarán una recuperación económica y corporativa durante este año, favoreciéndose del *friendshoring* y la resiliencia de las siete magníficas. El desacople parcial de estos mercados accionarios con China podría favorecerlos de continuar el *underperformance* del gigante asiático con respecto al resto del mundo.

Se decide disminuir *overweight* en acciones indias. Se mantiene el *momentum* económico. El FMI en su actualización de enero revisó al alza las estimaciones de crecimiento económico para 2024 y 2025 hasta 6.5% cada una, 0.2 puntos porcentuales sobre las proyecciones anteriores. A su vez el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 56.5 y 61.2 pts. respectivamente en enero. La inflación de diciembre fue 5.7% en doce meses, dentro del rango objetivo del Banco Central (entre 2% y 6%) y se espera continúe con una tendencia de desaceleración debido a que el precio de los alimentos se debilitará más rápido de lo esperado. 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 en el segundo trimestre. Por el lado de las valorizaciones, éstas suelen transar sobre promedios históricos, encontrándose arriba de la media de 5 años (P/U *fwd.*). Por el lado de las proyecciones de utilidades, India destaca entre sus pares de Asia emergente, con un crecimiento proyectado de doble dígito tanto para este como para el próximo año, sin embargo, han sido corregidas a la baja en los últimos uno y tres meses. Pese a que seguimos viendo entradas netas de flujos de inversión a ETFs estas han ido perdiendo fuerza y comenzado a desacelerarse. Por el lado geopolítico, pese a los riesgos de verse afectado el comercio internacional indio por las tensiones en el Mar Rojo, las autoridades han declarado que las exportaciones e importaciones no se vieron

impactadas durante el último mes de comercio reportado. Sin embargo, buques de procedencia india han sido atacados por Hutíes en el estrecho de Bab al-Mandab. Además, durante este año se realizarán elecciones generales y el mercado internaliza una victoria y el tercer mandato de Modi cada vez con mayor fuerza. Esto, se acrecentó luego de que se conociera el objetivo de presupuesto provisional para el año fiscal 2024-2025, el anuncio dio señales del interés del gobierno de continuar con la consolidación fiscal y la confianza de inversionistas extranjeros, dejando de lado medidas populistas.

Se decide disminuir *overweight* en acciones surcoreanas. Continúa el *momentum* económico en Corea del Sur y el PMI de manufacturas de enero se encuentra en terreno de expansión en 51.2 pts., a la vez que las exportaciones crecieron 18% interanual el mismo mes, mientras que las exportaciones de semiconductores se expandieron 56.2% anual, continuando con las perspectivas de un nuevo ciclo de semiconductores que impulsaría la economía coreana. A su vez, la inflación cayó más de lo esperado por el mercado registrando 2.8% anual en enero, continuando con la senda de desaceleración. A su vez, el Banco Central durante la reunión de enero mantuvo la tasa de referencia en 3.50%, enfatizando la preocupación de la deuda privada y el proceso de desaceleración de la inflación, concluyendo en que la tasa no bajará pronto. Sin embargo, el discurso fue menos *hawkish* ya que se comunicó que no habrá más subidas de tasas, algo que se monitoreaba reunión a reunión. Samsung (empresa con peso significativo en el índice), durante enero lanzó su nuevo modelo de teléfono Galaxy S24, con mejoras por el uso de inteligencia artificial buscando adelantarse a sus competidores. Sin embargo, durante la última semana de enero se conocieron los resultados del 4T23, donde el ingreso neto cayó 74% anual, alcanzando USD 4.5 billion. Por su parte, las acciones coreanas cayeron USD 9.6% durante enero, mes en que las acciones emergentes se vieron afectadas generalizadamente y un won coreano que se depreció 3.3% en el mismo periodo. Por el lado de las valorizaciones, estas 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 7% del AUM. Finalmente, la proyección de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son de las más altas dentro de Asia emergente 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 cayeron 3.2% en enero (en USD) y una de las razones respecto de su mejor desempeño relativo a otros países de la región fueron los resultados de la empresa Taiwan Semiconductor Manufacturing -principal firma del índice MSCI del país- del 4T2023 que se conocieron a mediados de enero y sorprendieron al mercado. El *momentum* económico continúa deteriorado; pese a que el PMI de manufacturas mejora en enero, continúa en terreno de contracción registrando 48.8 pts. Por el lado de la inflación, se desaceleró más rápido de lo esperado, llegando a 1.8% anual en enero desde 2.7% en diciembre, alcanzando el primer registro bajo el objetivo del Banco Central (2%) desde junio del año pasado. Así, la inflación logró converger a la meta durante el primer trimestre del año, en línea con lo que esperaba el mercado. A su vez, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en diciembre en 1.875%, y la próxima reunión se realizará en marzo, aunque el mercado internaliza que los recortes inicien en el 2T2024. De consolidarse la inflación bajo la meta de la autoridad monetaria, se podría adelantar el ciclo de recortes. Por el lado de las valorizaciones, las acciones taiwanesas lucen caras, transando en torno a 1 desviación estándar sobre el promedio de 5 años en la razón P/U *fwd*. mientras que se proyecta un crecimiento de utilidades para 2024 de dos dígitos, pero se corrige a la baja en el último mes y tres meses. En el ámbito político, en las elecciones presidenciales celebradas el 13 de enero, triunfó el candidato del partido de la actual presidenta -William Lai-, sin embargo, la reacción de China fue de bajo perfil y durante enero no se vieron aumentos en las tensiones. Una de las razones es que en el poder legislativo el partido de oposición (pro-China) ganó la mayoría de los escaños, lo que podría dificultar el mandato de Lai.

Se mantiene la posición neutral en Indonesia. Las acciones de Indonesia fueron resilientes a las caídas durante enero, retrocediendo menos que sus pares de la región (USD -2.3%). 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 por cuarto mes consecutivo llegando a 52.9 pts. en enero, mientras que el PIB cuarto trimestre del 2023 creció 5% anual, mientras que la economía creció 5.1% en 2023. Por su parte, la inflación se mantiene estable registrando 2.6% anual en enero, dentro del rango meta (2-4%). Durante la última reunión de política monetaria de enero se decidió mantener la tasa de referencia en 6.0% principalmente para dar soporte a la moneda, recordando que sorpresivamente se elevó la tasa en octubre por la misma razón. Por el lado político, el 14 de febrero se celebran elecciones presidenciales, donde las encuestas dan como triunfador al ministro de defensa y ex general del ejército Prabowo Subianto, quién podría dar continuidad al enfoque promercado. Si en febrero ningún candidato obtiene mayoría de votos (50%+1) y al menos el 20% de los votos en la mitad de las provincias del país, se realizará una segunda vuelta en junio. Por el lado de **Tailandia se mantiene el *underweight*.** El *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas es el más rezagado luego de la mejora generaliza en la región en enero registrando 46.7 pts. Por el lado de los precios, la inflación continúa cayendo en enero y por cuarto mes consecutivo tiene registros negativos (-1.1% a doce meses). A su vez, en la última reunión de política monetaria (noviembre 2023) se decidió mantener la tasa de referencia en 2.5%. La próxima reunión es el 7 de febrero y luego de los resultados del débil crecimiento económico (1.8% en 2023) y los registros de inflación se estaría presionando al Banco Central a disminuir la tasa de interés. Por el lado de las acciones, estas cayeron 7.8% durante enero, mientras que, las valorizaciones de las acciones transan levemente bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.*) y las proyecciones de utilidad continúan corrigiéndose a la baja

EMEA: se mantiene el *underweight*

La actualización de perspectivas del FMI revisó a la baja las proyecciones de crecimiento para este año en Medio Oriente, reconociendo que la situación se mantiene volátil. En este contexto destacó Sudáfrica, en que las proyecciones apuntan a un crecimiento de solo 1.0% este año, con restricciones logísticas que van a frenar el crecimiento. En Arabia Saudita, el fondo también espera una actividad económica menos dinámica en comparación a lo que esperaba en octubre, mientras que Turquía mejora marginalmente. El organismo apunta hacia una caída en los precios del petróleo de 2.3% este año, lo que provocó la revisión a la baja del crecimiento de Arabia Saudita. En este contexto, el *momentum* macroeconómico de la región continúa debilitado, en un entorno de tensiones geopolíticas y ruidos políticos.

Sudáfrica podría dejar de recibir el suministro eléctrico -mediante la estatal Eskom- desde una hidroeléctrica en Mozambique, ya que esta última busca finalizar definitivamente el pacto que vence en 2030, esto podría afectar el suministro eléctrico del país ya que los plazos para reabastecer las plantas de energía no se han cumplido. El *momentum* económico continúa débil y el PMI de manufacturas de enero se mantiene en terreno contractivo (49.2 pts.). Por el lado de la inflación, continúa controlada dentro del rango objetivo (3.0% a 6.0%) ubicándose en 5.1% anual en diciembre, mientras la subyacente no fluctuó respecto el mes previo (4.5% dic. y nov.). 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. Durante enero el precio del petróleo recuperó parte del terreno perdido en noviembre y diciembre, por lo que podría verse afectada por presiones inflacionarias. El mercado internaliza que los recortes de la tasa de referencia inicien en el tercer trimestre de este año, luego de que en enero el Banco Central la mantuviera estable en 8.25% por cuarta reunión consecutiva. Por el lado político, las elecciones son el principal foco de monitoreo, ya que se han definido como las más “reñidas”. La erosión del partido gobernante pone en duda su continuidad ya que las encuestas proyectan que obtenga menos del 50% de los votos, lo que daría mayor incertidumbre, dando paso a la adopción de un tono populista de cara a las elecciones, afectando así la estabilidad de las políticas macroeconómicas y la salud fiscal. Pese a lo anterior las encuestas no estarían proyectando una mayoría absoluta, ya que

la oposición podría alcanzar en torno al 20-30% de los votos. Respecto a las valorizaciones, las acciones transan en torno a su promedio de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de crecimiento de utilidades para 2024 y 2025 son positivas y de doble dígito, sin embargo, durante el último mes se corrigen a la baja para este año. En este contexto de incertidumbre política, continuidad de problemas energéticos y valorizaciones ajustadas, **se decide aumentar el UW en acciones sudafricanas.**

Se mantiene la posición neutral en acciones turcas. Las acciones turcas sorprendieron al rentar USD 10.7% en enero, mientras que sus pares emergentes vieron caídas generalizadas, sin embargo, la lira turca se depreció 2.7%. A pesar de lo anterior, el *momentum* económico continúa débil y el PMI de manufacturas de enero mejoró por primera vez desde octubre aumentando a 49.2 pts. La inflación aumentó marginalmente a 64.9% anual en enero desde un 64.8% anual en diciembre, mayor a lo esperado, al igual que la medida subyacente (70.5% vs. 69.8%E). A su vez, el Banco Central durante la reunión de política monetaria de enero aumentó la tasa de referencia en 250 pbs. hasta 45.0%. Por otro lado, se conoció el cambio de gobernador del Banco Central. En los últimos años estos cambios no eran bien recibidos por el mercado y significaba una interrupción de las políticas, sin embargo, en esta ocasión el nuevo gobernador -Farih Karahan- afirmó que el objetivo principal y la prioridad de la entidad es la estabilidad de precios. Además, comunicó que se implementarán medidas alternativas y de regulación bancaria para respaldar la moneda y eliminar el exceso de oferta de la lira. Por el lado político, el presidente Recep Tayyip Erdogan se habría retractado de asistir al Foro Económico Mundial en Davos por la postura de los organizadores respecto de la guerra entre Israel y Hamás. Desde el inicio del conflicto armado el presidente turco ha demostrado su apoyo a la causa palestina, criticando la conducta de Israel. Además, durante el último mes el presidente se reunió con su par iraní, donde se firmaron 10 acuerdos para profundizar lazos y aumentar el comercio bilateral. 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 para este año se corrige a la baja durante el último mes y para el próximo al alza.

Se decide neutralizar el resto de las economías de Europa EM (Polonia y Grecia). El *momentum* económico es divergente; el PMI de manufacturas de Polonia continúa en terreno contractivo y en Grecia se encuentra en terreno expansivo y mejorando. En Grecia, el *upgrade* de la deuda soberana y el *momentum* económico del que goza han generado entrada de flujos en torno a 1% de AUM del ETF más representativo del país en el último mes. Mientras que Polonia está viviendo una crisis interna en torno a la ley de presupuesto, que fue enviada por el presidente a la Corte Constitucional, obstruyendo el gobierno del primer ministro. 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** disminuyó durante enero, aunque aún en amplio terreno expansivo (55.4 pts.). La inflación continúa con la tendencia de desaceleración, registrando 1.5% anual en diciembre, manteniendo la ausencia de presiones inflacionarias. 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 en el último mes. 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. Durante la reunión de la OPEP+ de febrero se decidió mantener las políticas de recorte de producción durante el primer trimestre, sin embargo, el ministro de energía saudí -el príncipe Abdulaziz bin Salman- comunicó que las restricciones de producción podrían extenderse más allá del primer trimestre de ser necesario. A su vez, Saudi Aramco, principal firma de exportadores de crudo del país comunicó que abandona su plan de expansión de capacidad de producción de petróleo para 2027, la decisión generó dudas en el mercado sobre la proyección de demanda. Finalmente, durante enero el precio del petróleo se vio favorecido por los conflictos en Medio Oriente y en la medida que

el mercado internalizaba un aumento de las tensiones luego del ataque a la base estadounidense, generando resiliencia en el mercado accionario saudí el cual rentó marginalmente negativo durante enero (USD -0.6%). En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, pero con perspectivas inciertas para el precio del petróleo en el corto plazo, continuidad de tensiones geopolíticas y valorizaciones ajustadas, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se toma una exposición el overweight en treasuries de 5 años, underweight en treasuries de 10 años y neutral en treasuries de 30 años y TIPS

Continúa la batalla entre el mercado y el Fed, y luego de dos meses de *rally* y grandes divergencias en cuanto expectativas del ajuste monetario, en enero es finalmente el mercado quien termina ajustándose al Fed. Y tras la primera reunión de política monetaria del año de enero Powell vuelve a adoptar un tono más *hawkish* y afirma que necesitan mayor confianza en que la inflación se encuentra en camino hacia la meta del 2% para iniciar con el ciclo de recortes de tasas sugiriendo que el recorte de marzo parece apresurado. De esta manera, el mercado que a inicios del mes internalizaba más de 6 recortes de 25 pbs. para diciembre con un primer recorte en marzo, modera sus expectativas a entre 4 y 5 recortes y retrasa el inicio de estos a mayo, alineándose más con los 3 recortes esperados por el Fed. Por otro lado, los últimos datos económicos contribuyen a consolidar aún más el escenario de *soft landing* de la economía norteamericana. En primer lugar, el crecimiento económico continúa superando las expectativas y el cuarto trimestre la economía creció un 3.3%, cerrando así el 2023 con un crecimiento de PIB de 2.5%, muy por encima de la proyección inicial del Fed de 0.5% (diciembre 2022). En segundo lugar, el mercado laboral se mantiene fuerte y en niveles de pleno empleo, la creación de empleo de enero vuelve a superar ampliamente las estimaciones, mientras que la tasa de desempleo continúa en niveles históricamente bajos y los salarios crecen al 4.5% interanual. En cuanto a la inflación, el registro *headline* de diciembre sorprendió al alza acelerándose a 3.4% en doce meses, mientras que el PCE de diciembre se mantuvo 2.6% interanual y la medida subyacente continúa desacelerándose, alcanzando un nivel de 2.9% interanual. Este mes observamos aumentos a lo largo de la curva explicados principalmente por la corrección de expectativas del mercado, es así que, la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanza 4.09%, mientras que la de tasa de 2 años llegó a 4.39%, profundizando la inversión de la curva. 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 108 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, aumentan de los bajos niveles de inicio de enero y regresan a 2.35% y 2.25%, respectivamente. Incorporando la sorpresa de una inflación de diciembre por sobre las expectativas, pero manteniéndose en niveles relativamente normales, de manera que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). Es así que, en enero junto con el ajuste de tasas al alza observamos una moderación de las expectativas de recortes del mercado, descartando el inicio en marzo y 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, sin embargo, observamos espacio para correcciones de expectativas en el corto plazo, por lo que se toma un OW táctico en treasuries de 5 años junto con UW en treasuries de 10 años, esperando un empinamiento de la curva. Mientras que se mantiene una posición neutral en treasuries de 30 y TIPS.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se neutraliza el OW

En cuanto a la deuda desarrollada, con el inicio del año se detuvo el *rally* de la renta fija de los últimos dos meses, y las tasas se ajustaron al alza a medida que el mercado comenzó a moderar sus expectativas de un agresivo ciclo de recorte de tasas en los países desarrollados. Es así que en su última reunión de política monetaria el Banco de la Reserva Federal, que había adoptado una postura bastante *dovish* en diciembre, pasó a una postura más firme afirmando que necesita mayor confianza de que la inflación se dirige a la meta para comenzar con los recortes, empujando así en contra de las expectativas de un primer recorte en marzo. Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo su sesgo más *hawkish* y aunque reconoce avances en el proceso desinflacionario, considera que es muy pronto para hablar de recortes manteniendo una postura de dependencia a la evolución de datos económicos. Por otro lado, si bien observamos que nuevamente ambas entidades vuelven a alinearse en cuanto al tono de la política monetaria, existen grandes divergencias en cuanto a la situación económica entre países desarrollados. En EE.UU. la fortaleza del mercado laboral y la resiliencia del consumo, permitieron que la economía creciera un 2.5% durante el 2023, consolidando el escenario de *soft landing*, en donde la economía crecería a menor ritmo, pero evitaría una recesión. En contraste, en Europa el mercado laboral comienza a mostrar señales de debilidad ante el ajuste monetario y la actividad económica sigue deteriorándose, acumulando un crecimiento de 0.5% durante 2023 y evitando por poco una recesión técnica el último trimestre del año. Es así que estas diferencias y la evolución del escenario económico de cada región, jugarán un papel determinante en el inicio del ciclo de recortes y en la magnitud de estos. 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* muy por debajo de sus promedios históricos. Con el inicio del año durante enero observamos cierta corrección en las tasas producto de las expectativas del ajuste monetario, mientras que los *spreads* se mantienen en niveles bajos impulsados por la mayor consolidación del escenario de *softlanding* en EE.UU. Dado lo anterior, a pesar de que la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, la sorprendente resiliencia de la economía norteamericana ha llevado a los *spreads* a niveles poco atractivos, mientras que aún se mantiene la brecha de expectativas entre el Fed y el mercado por lo que aun habría espacio para un ajuste de tasas al alza lo que impactaría a la mayor duración de la clase de activo. Debido a esto, **se neutraliza el OW en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se neutraliza el UW

Por el lado de *high yield*, durante enero la clase de activo se mantuvo resiliente a los aumentos en las tasas base y aunque los *spreads* revirtieron parte de las grandes compresiones observadas durante los últimos meses, los datos de actividad económica y del mercado laboral contribuyen a consolidar aún más el escenario de *soft landing* en EE.UU., permitiendo cierta recuperación en los niveles de *spread*. De esta manera *high yield*, continúa viéndose favorecido por una mejora en las perspectivas económicas de EE.UU, mientras que su menor duración ha protegido a la clase de activo frente a correcciones de tasas. En términos de retornos, 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 7.8%, restándole atractivo en cuanto a potenciales retornos. En términos de riesgos, a pesar de la menor calidad crediticia clase de activo, la fortaleza del mercado laboral que se mantiene en niveles de pleno empleo y un crecimiento económico por sobre las expectativas han contribuido a disminuir significativamente la probabilidad de una recesión en EE.UU., reduciendo los riesgos en cuanto al escenario económico. Es así que, aunque los niveles actuales de *spread* siguen muy por debajo de sus promedios históricos, estos se encuentran más alineados a un optimista escenario económico que cada vez es más probable. Sin embargo, aún se mantiene presentes los riesgos geopolíticos por lo que la clase de activo es vulnerable a una ampliación de *spreads* ante el aumento de tensiones o eventos de riesgo no materializados. Dado lo anterior se neutraliza el ***underweight* en *Global HY*.**

DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el UW en bonos soberanos HY, neutral en soberanos IG y el OW en bonos corporativos IG. Se lleva a OW bonos corporativos HY, mientras que se neutraliza el OW local markets

Con respecto a la deuda emergente, la clase de activo tuvo un *outperformance* relativo a la deuda desarrollada en el primer mes del año. Este mejor rendimiento fue impulsado principalmente por la política monetaria expansiva de múltiples países emergentes, que tras el rally de los *treasuries* de los últimos dos meses de 2023 y con las menores presiones de las tasas externas, continúan con un ciclo de recortes de tasas, caso contrario a lo que ocurrió en Estados Unidos donde las expectativas retrasan el inicio de los recortes de tasas. 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, a pesar del alto *yield*, la elevada duración y la menor calidad crediticia de la clase de activo nos lleva a mantener cautela considerando los niveles de incertidumbre geopolítica, manteniendo preferencia por otras opciones que implican menos riesgo. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene la preferencia por *Investment Grade*. La clase de activo sigue atractiva ofreciendo un *yield* de 5.6%, la mayor calidad crediticia ofrece una mayor protección frente a eventos riesgos no materializados y la mayor duración generaría retornos de capital ante las caídas de tasas a medida que los bancos centrales emergentes continúan con el ciclo monetario expansivo y los desarrollados comienzan con los recortes. Por el lado *High Yield*, la clase de activo tuvo el mejor desempeño en comparación con el resto de los activos de renta fija revirtiendo el *underperformance* frente a la deuda desarrollada a medida que los *spreads* de la deuda corporativa de países emergentes continuó con su tendencia a la baja, mientras que los *spreads* en EE.UU corrigieron parte de las grandes compresiones de noviembre y diciembre. En cuanto a rentabilidad, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* elevado de 8.9% por sobre el mundo desarrollado, pero incorporando un mayor riesgo de crédito, el cual se ha mantenido relativamente acotado con expectativas de menores default este 2024 de en torno a 4%. Respecto a *local markets*, con el inicio del año el dólar vuelve a recuperar terreno impulsado por la moderación de las expectativas en el mercado con respecto al ajuste monetario y la disminución de las probabilidades de un recorte en marzo. Es así que, la divisa norteamericana se apreció un 1.9% durante el mes, mientras que el resto de las monedas tanto de economías desarrolladas como emergentes perdieron valor a lo largo de enero. Con este ajuste de expectativas el mercado se alinea más al Fed, sin embargo, aún existe espacio para nuevas correcciones en las expectativas lo que le podría seguir dando impulso al dólar durante la primera mitad del año presionando el tipo de cambio de los países emergentes producto del menor diferencial de tasas. En línea con lo anterior, **se mantiene el UW en bonos soberanos HY, neutral en soberanos IG y el OW en bonos corporativos IG. Se lleva a OW bonos corporativos HY, mientras que se neutraliza el OW local markets.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | FEBRERO 2023

Monedas	Bench.	Enero	Febrero	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	59.2%	59.6%	OW	4.5%	0.4%
EUR	7.4%	5.2%	5.2%	UW	-2.2%	
GBP	1.5%	1.1%	1.1%	UW	-0.4%	
JPY	2.5%	2.9%	2.9%	OW	0.5%	
GEMs	33.6%	31.6%	31.2%	UW	-2.4%	-0.4%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS TAACO GLOBAL | ENERO 2024

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	45%	-5%	-1.5%	-0.7%	-0.7%	2.3	-2.2
Renta Fija	50%	45%	-5%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-2.3	0.0
Caja	0%	10%	10%	0.4%	0.0%	0.0%	14.4	
Oro	0%	0%	0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					-1.01%	-0.89%	14.4	-2.2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								12.3
Europe ex UK	13.5%	11.5%	-2.0%	0.2%	0.03%	0.02%	-3.3	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-2.7%	-0.04%	0.00%	1.7	
UK	2.9%	2.4%	-0.5%	-1.3%	-0.04%	-0.03%	-0.1	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	2.9%	0.47%	0.47%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	1.0%	0.13%	0.13%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	-3.5%	-0.12%	-0.12%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	4.6%	0.23%	0.30%	9.7	
Desarrollados	56.0%	53.8%	-2.2%	1.2%	0.65%	0.76%	8.0	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-4.8%	-0.20%	-0.29%	-6.7	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-5.8%	-0.04%	-0.10%	-4.4	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-10.6%	-1.35%	-1.35%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	16.6%	1.0%	-2.4%	-0.38%	-0.40%	-1.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-2.1%	-0.08%	-0.08%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	5.1%	-1.8%	-1.0%	-0.07%	-0.05%	-0.8	
Emergentes	44.0%	46.2%	2.2%	-4.8%	-2.12%	-2.28%	-12.8	
Equities					-1.47%	-1.52%	-4.8	
Treasuries 5Y	6.0%	5.2%	-0.8%	0.2%	0.01%	0.01%	-0.6	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-2.3%	-0.15%	-0.15%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.2%	0.00%	0.00%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	27.5%	1.0%	-0.6%	-0.15%	-0.16%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	3.3%	-1.0%	0.0%	0.00%	0.00%	-0.5	
Deuda Desarrollados	57.7%	56.9%	-0.8%	-0.5%	-0.30%	-0.31%	-1.2	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-1.4%	-0.07%	-0.07%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-0.9%	-0.05%	-0.05%	0.5	
EM Corporate IG	3.6%	5.0%	1.4%	0.2%	0.01%	0.01%	1.0	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	1.5%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-0.9%	-0.21%	-0.21%	-0.3	
Deuda Emergente	42.3%	43.1%	0.8%	-0.6%	-0.25%	-0.24%	1.2	
Fixed Income					-0.55%	-0.55%	0.0	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de enero 2024

En enero se mantuvo la asignación *UW* en acciones y bonos en *UW*, dejando la cartera con 10% de caja. Al cierre del mes la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 0.9%, 12 pbs. sobre el *benchmark* principalmente por el 10% de caja.

Durante diciembre, a nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos sumó valor por la subexposición en acciones y el *OW* en caja; (ii) la selección de instrumentos fue negativa. Generó pérdidas las posiciones *OW* LatAm y Asia EM ex China, así como el *UW* EMEA. De lo contrario, sumó valor la sobreexposición en Japón y el *UW* en Europa. En bonos nos beneficiaron las posiciones en soberanos emergentes, mientras nos perjudicó la posición corta en *Treasuries* 5 años.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-0.9%	10.0%	4.8%	-0.4%	3.6%	3.8%	5.0%	10.4%
Benchmark	-1.0%	10.1%	5.2%	-1.8%	2.8%	3.0%	3.6%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	12	-18	-35	149	81	78	132	
Acciones	-1.5%	12.0%	6.9%	0.3%	5.2%	4.7%	3.6%	15.2%
Benchmark	-1.5%	11.9%	7.0%	0.2%	5.2%	4.6%	3.1%	15.1%
Europe ex UK	0.2%	16.6%	9.0%	3.4%	6.3%	2.9%	2.9%	20.0%
Europe Small Cap ex UK	-2.7%	18.1%	1.2%	-2.7%	4.7%	4.0%	6.9%	23.9%
UK	-1.3%	10.0%	4.9%	8.4%	5.4%	2.7%	4.2%	19.6%
US Large Cap Growth	2.9%	18.6%	41.5%	9.8%	19.2%	15.9%	--	21.4%
US Large Cap Value	1.0%	13.0%	7.9%	9.5%	8.7%	8.1%	--	16.8%
US Small Caps	-3.5%	17.2%	5.6%	2.5%	8.6%	8.1%	8.9%	23.7%
Japan	4.6%	18.4%	16.1%	0.5%	4.4%	3.8%	2.0%	15.8%
Desarrollados	1.2%	16.1%	17.0%	8.1%	11.4%	9.1%	6.6%	19.1%
LatAm	-4.8%	17.5%	15.7%	10.7%	2.7%	2.7%	8.1%	30.8%
LatAm Small Cap	-5.8%	17.0%	10.8%	2.2%	-1.3%	-1.8%	6.3%	33.7%
China	-10.6%	-10.6%	-29.0%	-23.3%	-6.9%	0.4%	6.2%	26.5%
EM Asia ex China	-2.4%	15.0%	11.1%	0.9%	8.2%	6.8%	--	20.2%
EM Asia Small Cap	-2.1%	12.2%	15.9%	4.9%	9.7%	6.3%	9.1%	20.0%
EM Europe and Middle East	-1.0%	10.2%	1.2%	-6.6%	-5.7%	-4.0%	2.2%	20.4%
Emergentes	-4.6%	7.0%	-3.6%	-8.8%	1.0%	3.1%	7.4%	19.1%
Renta fija	-0.5%	8.4%	3.1%	-3.6%	0.5%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	-0.5%	8.4%	3.2%	-4.1%	0.1%	1.1%	3.5%	6.5%
Treasuries 5Y	0.2%	5.2%	2.1%	-2.9%	0.6%	0.9%	3.2%	4.7%
Treasuries 10Y	-0.2%	8.8%	-0.4%	-5.6%	-0.2%	1.0%	3.5%	8.4%
Treasuries 30Y	-2.3%	15.9%	-6.8%	-12.9%	-2.9%	0.9%	4.2%	17.4%
US Tips	0.2%	5.7%	2.2%	-1.0%	2.9%	2.2%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	-0.6%	9.6%	4.8%	-3.8%	1.2%	1.6%	4.3%	9.0%
Global Corporate HY	0.0%	8.8%	9.0%	0.3%	3.6%	3.6%	6.8%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	-0.5%	9.6%	2.5%	-4.5%				
EM Sovereign IG	-1.4%	8.9%	2.9%	-4.9%	0.9%	2.7%	5.7%	9.8%
EM Sovereign HY	-0.9%	10.5%	10.2%	-0.5%	0.5%	3.1%	7.3%	14.5%
EM Corporate IG	0.2%	6.8%	4.9%	-2.6%	1.8%	2.8%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.5%	8.2%	4.2%	-2.6%	1.8%	3.9%	--	10.8%
EM Local Markets	-0.9%	5.5%	2.9%	-1.9%	0.5%	0.8%	--	10.0%
Deuda Emergentes [1]	-0.6%	6.8%	3.8%	-2.6%				
Caja	0.4%	1.4%	5.2%	2.3%	1.9%	1.3%	1.5%	0.6%
Oro	-1.2%	2.8%	6.7%	3.3%	9.2%	5.1%	9.4%	14.4%

* 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.