

Septiembre 2024

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Agosto	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.0%	5.0%	7.8%	13.5%	0.4%	4.8%	3.8%	5.2%	10.4%
Benchmark	2.1%	5.1%	8.1%	13.7%	-0.5%	4.0%	3.1%	3.9%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-8	-16	-24	-23	94	78	69	127	
Acciones	2.2%	5.6%	12.2%	18.8%	1.3%	8.1%	5.1%	4.1%	15.2%
Benchmark	2.2%	5.5%	12.5%	18.8%	1.3%	8.0%	4.9%	3.6%	15.1%
Renta Fija	1.9%	4.7%	3.7%	8.7%	-2.2%	0.2%	1.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.9%	4.7%	3.8%	8.8%	-2.5%	-0.2%	0.9%	3.6%	6.5%
Caja	0.5%	1.4%	3.6%	5.5%	3.4%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Oro	3.6%	7.0%	20.9%	29.4%	11.5%	10.5%	6.9%	10.1%	14.1%

Resultados al 31 de agosto de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

La insoportable hipersensibilidad de los mercados

Los mercados financieros muestran para lo corrido del año, luego de altísima volatilidad y violentos movimientos en los precios de los activos en agosto pasado, rentabilidades positivas tanto para las acciones como para la renta fija en la mayoría de los casos. Se está registrando una altísima sensibilidad de los precios de los activos financieros a los datos y publicaciones que producen fuertes movimientos que reflejan sobrereacciones y la mayoría de las veces se corrigen también con una rapidez inusual.

Este año, septiembre marca (i) el fin de las vacaciones de verano en el hemisferio norte, (ii) la casi certeza que el Fed comience a recortar la tasa de interés en su reunión (FOMC o Federal Open Committee) del 18 de septiembre próximo y, (iii) mayor intensidad de la campaña para las elecciones presidenciales y legislativas en Estados Unidos del 5 de noviembre próximo.

La economía norteamericana registra una desaceleración coherente hasta el momento con un aterrizaje suave o *soft landing*: menor dinamismo en el mercado laboral al igual que en el sector servicios y la inflación sigue cediendo gradualmente. Esto llevó a que suban las expectativas en el número de bajas de la tasa de referencia o *Fed Funds Rate* -actualmente en 5.5%- de aquí a fin de año a más de cuatro bajas de 25 puntos base (más de 1 puntos porcentuales), lo cual actualmente parece excesivo. La debilidad de los datos de empleo y servicios generó cambios bruscos en el sentimiento de mercado, a pesar de que hasta el momento sigue vislumbrándose crecimiento, sólo que menos dinámico.

El ajuste monetario está alcanzando uno de sus objetivos, pues la inflación ya es de 3% anual y se encamina hacia el objetivo de 2% anual para alrededor de fines de 2025. En la medida que se desacelera la economía en este contexto, aumenta el riesgo de un error de política que deteriore significativamente el mercado laboral, cuya estabilidad es el segundo objetivo del Fed.

Respecto de la campaña electoral en Estados Unidos, la carrera entre los candidatos Harris y Trump sigue muy estrecha según las encuestas, lo que hace predecir que el resultado será por un bajo margen y lo más probable es que lo mismo suceda en el caso de la Cámara de Representantes y el Senado. Una vez más serán los denominados *“swing states”* que no son claramente de tendencia demócrata o republicana y han registrado históricamente resultados a favor de uno u otro partido en diferentes elecciones, los que serán determinantes del resultado final.

ÍNDICE

- La insoportable hipersensibilidad de los mercados*1
- Asignación de activos3
- Resultados TAACo Global Agosto 2024 18
- Desempeño histórico19

Altísima sensibilidad de precios de activos a datos y publicaciones

Septiembre marca acontecimientos con impacto en los mercados

La desaceleración de EE.UU. que registra hasta el momento es coherente con un *soft landing*

La inflación converge, pero la desaceleración económica aumenta el riesgo de un error de política

El resultado de la elección presidencial en EE.UU. será por un bajo margen

En el caso de la segunda economía del mundo, China, no se espera pueda aportar con dinamismo a la economía global como en ocasiones anteriores. Internamente la economía no logra despegar y las medidas de estímulos económicos de parte del gobierno claramente no han sido suficientes. Por otra parte, en periodo de campaña eleccionaria en Estados Unidos, se puede exacerbar la guerra comercial, a lo que se suman restricciones que enfrenta desde aliados de ese país.

Más allá que estacionalmente septiembre suele ser el mes históricamente más débil para las acciones estadounidenses (S&P 500), las fuertes y rápidas variaciones observadas en los precios de los activos el mes pasado dan cuenta de ciertos signos de *stress* en los mercados. A ellos se suma que las valorizaciones en general para las acciones de Estados Unidos lucen altas. Pero también cabe mencionar que los resultados corporativos al segundo trimestre han crecido de manera saludable y sorprendido positivamente.

En cuanto a esto, se han comenzado a ver más sorpresas positivas en sectores más allá del tecnológico y de telecomunicaciones que son los que vienen liderando y concentrando también las alzas de los precios accionarios desde hace más de un año. En este sentido, en lo que al desempeño de la bolsa se refiere, en el último mes y medio se registra una rotación en el liderazgo de las alzas en acciones fuera de esos sectores.

Las implicancias de lo anterior en la asignación de activos es que se favorece la renta fija (50%) por sobre las acciones (45%) en un portafolio multiactivo global balanceado, manteniendo una porción en caja (5%).

Dentro de la renta variable se favorece acciones estadounidenses estilo *value* y asiáticas ex China entre otras posiciones menos marcadas en Europa, Reino Unido y América Latina. En bonos se favorece la asignación en la mitad (*belly*) de la curva de rendimientos (*yield curve*) y en renta fija emergente.

No se espera que China aporte al dinamismo a la economía global

La volatilidad de inicios de agosto dio cuenta de *stress* en los mercados

Rotación a acciones fuera del sector tecnológico y telecomunicaciones

Neutral RF, *UW RV* y *OW* caja

OW US value y *Asia EM ex China*

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | SEPTIEMBRE 2024

TAACo Global	Bench.	Agosto	Sept	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	45%	45%	UW	-5%	
Renta Fija	50%	50%	50%	N		
Caja		5%	5%	OW	5%	
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	14.0%	14.0%	14.0%	N		
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	1.0%	N		
UK	3.0%	3.0%	3.0%	N		
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		
US Large Cap Value	15.0%	16.5%	16.5%	OW	1.5%	
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		
Japan	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%	
Mercados desarrollados	59.0%	59.5%	59.5%	OW	0.5%	
LatAm	5.0%	4.0%	5.0%	N		1.0% +
LatAm Small Cap	1.0%			UW	-1.0%	
China	10.0%	10.0%	10.0%	N		
EM Asia ex China	20.0%	21.5%	21.5%	OW	1.5%	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0% -
Mercados emergentes	41.0%	40.5%	40.5%	UW	-0.5%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	5.9%	6.9%	5.9%	N		-1.0% -
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	13.4%	OW	1.0%	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N		
US Tips	2.8%	2.8%		UW	-2.8%	-2.8% -
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	2.5%	4.3%	N		1.8% +
Deuda desarrollados	60.1%	60.3%	58.3%	UW	-1.8%	-2.0% -
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		
EM Corporate IG	3.3%	5.1%	4.7%	OW	1.4%	-0.4% -
EM Corporate HY	4.8%	3.8%	6.2%	OW	1.4%	2.4% +
EM Local Markets	21.0%	20.0%	20.0%	UW	-1.0%	
Deuda emergente	39.9%	39.7%	41.7%	OW	1.8%	2.0% +
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

UW acciones, neutral bonos y OW caja

Se mantiene neutral Europa

EE.UU.: OW value y neutral growth y small cap

Neutral LatAm desde UW

Neutral China, OW Asia EM ex. China

UW Asia y LatAm Small Cap

En renta fija: UW duración (inc. caja)

OW treasuries 10 años

Neutral Global Corporate IG y HY

RF emergente: OW CEMBI IG y HY, neutral EMBI y UW local markets

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se mantiene neutral Large Cap y Small Cap

La economía se mantiene estancada. El PIB del segundo trimestre fue corregido a la baja desde 0.3% a 0.2% trimestral debido a la debilidad del consumo e inversión. A nivel de países, hay contrastes entre los países periféricos, con un sesgo más hacia el consumo y turismo, que han tenido mejor desempeño económico como España, y, por otro lado, Alemania con un sesgo manufacturero. Por su alta dependencia comercial con China, Alemania no ha logrado repuntar económicamente. Las perspectivas son débiles, el PMI de manufacturas se hunde a 42.1 pts., mientras el de servicios se mantiene sobre 50 pts. (50 pts. umbral de expansión/contracción de un sector en los sgtes. 12 meses), pero perdiendo dinamismo.

Con datos de mayor frecuencia la sorpresa económica se mantiene negativa a pesar de repuntar a fines de agosto. A nivel de expectativas el PMIs de manufacturas (45.8 pts. en agosto) lleva un año y medio en terreno de contracción, mientras el de servicios (52.9 pts.) mejora en el margen con el optimismo de los juegos olímpicos en Francia. Por otro lado, la confianza de los inversionistas (Sentix) cae por tercer mes consecutivo y se ubica en -15 pts., mientras que la confianza del consumidor se mantiene en terreno de pesimismo.

Respecto a la incertidumbre política, Emmanuel Macron en Francia nombró al conservador Michel Barnier como Primer Ministro. Barnier tendrá, primero, el desafío de asegurar la mayoría parlamentaria buscando un pacto con otros partidos y luego cerrar el presupuesto de 2025, buscando disminuir el déficit fiscal para alinearse a los estándares de la Unión Europea. Por otro lado, en línea con el avance de los partidos de derecha en las elecciones del Parlamento Europeo, en Alemania la extrema derecha con Alternativa para Alemania (AfD) ganó por primera vez desde la segunda guerra mundial en el estado de Turingia y quedó segundo en Sajonia. Los resultados de las elecciones estatales son un duro revés para el gobierno de socialdemócrata de Olaf Scholz a sólo un año de las próximas elecciones federales, lo que podría generar un aumento de la incertidumbre política en los próximos meses.

Por el lado monetario, la inflación de agosto en la Eurozona bajó a 2.2% anual (2.8% el registro subyacente). El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo las tasas de interés sin cambios en la reunión de julio con el objetivo de evaluar cómo avanza el proceso desinflacionario y retomar los recortes en septiembre. Para este año el mercado espera entre 2 y 3 recortes adicionales. Como referencia, en los últimos 30 días la curva de tasas de interés soberana de Alemania profundizó el *bull steepening*, es decir, caídas más acentuadas en la parte corta de la curva. Así, al 9 de septiembre la tasa del Bund alemán a 2 años bajó 20 pbs. hasta casi 2.10% y la de 10 años 5 pbs. hasta 2.15%.

Las acciones de la Eurozona representan ~11% de las acciones globales. A nivel de país, Francia es la principal posición, seguida por Alemania. Los sectores más relevantes son el financiero, industrial, consumo discrecional y tecnología. El sector financiero, por su lado, se vería beneficiado de un empinamiento de la curva de tasas de interés en la medida que se desarrolle el ciclo monetario expansivo. Consumo discrecional y tecnología presentan mayor sensibilidad a las tasas de interés, viéndose ambos sectores beneficiados del inicio del ciclo de baja de tasas. Para este año se estima un crecimiento de las utilidades de 7.6% y de 10.3% para el próximo (estimaciones de Factset), ambos sin variación en el último mes y bajo pares desarrollados. En línea, se han observado persistentes salidas netas de flujos de inversión en el último mes y en lo corrido del año (flujos a fondos e ETFs, EPFR).

Durante un volátil agosto las acciones europeas tuvieron mejor desempeño que las globales (USD 4% Stoxx 50 vs. 2.4% ACWI), no obstante, se mantiene el rezago de corto y largo plazo respecto a pares desarrollados. Contribuyó positivamente el sesgo más defensivo y de estilo *value* que tienen las acciones europeas relativo a las americanas, que sufrieron una significativa corrección gatillada por el sector tecnológico.

Las valorizaciones son atractivas y 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. Respecto a éstos últimos las acciones transan con un descuento de 24% respecto al promedio de 5 años, superior al 15% de descuento histórico.

A pesar de la debilidad en los flujos y el reciente deterioro en las perspectivas, la economía parece haber tocado un piso y la región se vería beneficiada por los recortes de tasas. Así, dadas valorizaciones atractivas, rezago accionario, alto *dividend yield* (~3.4%) y mayor exposición al estilo *value*, **se decide mantener la posición neutral en acciones europeas.**

REINO UNIDO: Se mantiene neutral

Luego de 12 años de gobiernos conservadores, un Brexit, una pandemia y un mercado deterioro económico, los británicos apostaron por un cambio que será liderado por el laborista Keir Starmer como Primer Ministro.

La economía no ha logrado recuperar la tendencia de crecimiento previa a la pandemia. No obstante, las expectativas comienzan a mejorar. Para este año se proyecta un crecimiento del PIB de 1.1% impulsado por mayor gasto de gobierno (consenso Bloomberg, dato que es corregido al alza en el último mes) y 1.3% en 2025, apoyado en una mayor demanda interna. El PMI de manufacturas alcanza su mayor valor de los últimos dos años (52.5 pts. en agosto), mientras el de servicios se ha mantenido 10 meses sobre 50 pts.

Al contrario de EE.UU. y la Eurozona, el *momentum* económico es positivo. El consumo repunta y la confianza del consumidor, a pesar de estar negativa, mantiene una tendencia al alza y alcanza su mejor nivel en casi 3 años. El mercado laboral se mantiene estrecho (tasa de desempleo en 4.1% en el trimestre móvil terminado en julio) pero los salarios se desaceleran a un aumento de 4.0% anual desde 4.6% en el mes anterior.

Por su parte, el enfriamiento de los salarios junto con el de los precios -principalmente la energía- ha permitido la convergencia de la inflación a la meta. En julio la inflación se ubicó en 2.2% interanual (3.3% la medida subyacente) con lo cual el Banco de Inglaterra comenzó los recortes de tasas de interés en su reunión de fines de julio. El mercado internaliza dos recortes de tasa más para este año, sin movimientos significativos en la curva de tasas de interés.

Respecto al tipo de cambio, se estima que el Banco de Inglaterra baje las tasas en forma menos agresiva que el Fed, permitiendo que la libra esterlina se mantenga relativamente apreciada respecto al dólar.

Las acciones británicas representan ~3.4% de las globales (MSCI ACWI) y en agosto el FTSE100 subió USD 2.3% en línea con pares desarrollados, no obstante, las acciones británicas han mantenido un desempeño inferior a éstas tanto en el mediano como largo plazo.

El *underperformance* se puede explicar por la composición del índice accionario del MSCI Reino Unido (bastante similar a la del FTSE100). Desde la pandemia los retornos han sido fuertemente impulsados por el sector tecnológico, el cual tiene una representación menor en el índice británico – sólo 1%-. Los principales sectores son el financiero (~19%), consumo básico (17%) y salud (14%), estos últimos dos característicos por ser más defensivos frente al ciclo económico. Cabe destacar que, al comienzo de la crisis financiera de 2008, el principal sector era el energético, el cual ha perdido participación (actualmente 12% del índice). Aun así, las acciones británicas se caracterizan por su sesgo *value* – empresas con oportunidades de crecimiento acotadas, valorizaciones descontadas, alta generación y pago de dividendos – y por la baja exposición que ofrecen a la economía doméstica (Morgan Stanley estima que un solo un 29% de los ingresos de las empresas se genera localmente).

Comparada con pares desarrollados, las acciones británicas ofrecen un atractivo *dividend yield* (~4%) y valorizaciones holgadas. La razón P/U *fwd.* transa en 12.1 veces, bajo el promedio a 5 años, y con un descuento del 10% respecto a pares europeos. Tal descuento se amplía a casi 50% cuando se comparan con pares estadounidenses.

Por el lado corporativo, Facset estima que las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían 0% este año, dato que es corregido a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados. Para 2025 las utilidades repuntarían para crecer 8.7%,

pero aún bajo pares desarrollados. A pesar del débil *momentum* de utilidades, se han observado entradas netas de flujos a los principales ETFs del país tanto en el último mes como en lo corrido del año.

Las acciones británicas (MSCI Reino Unido / FTSE100) poseen un sesgo defensivo que serviría como cobertura dentro un portafolio global ante el riesgo de una desaceleración mundial mayor a lo estimada. Por su parte, si se desea tener mayor exposición a la economía doméstica, que está dando cuenta de una economía cuyas perspectivas mejoran se podría optar por una opción más diversificada como FTSE250.

Los datos recientes dan cuenta de una economía cuyas perspectivas mejoran en el margen y un nuevo gobierno que traería cambios. Además, dado valorizaciones atractivas y un ciclo de recorte de tasas de interés que ya comenzó, **se decide mantener el neutral en acciones británicas** a la espera de que los flujos generen mayor tracción.

ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Small Caps* se mantienen neutral, mientras se sobrepondera *Value*

Kamala Harris da esperanzas al partido demócrata y desvanece la probabilidad de un *sweep* republicano (escenario en que republicanos ganan presidencia y ambas cámaras en el Congreso). No obstante, el resultado electoral sería ajustado y será determinante la campaña en los *swing states* (estados que no son característicamente de un partido u otro). De momento, el promedio de las encuestas da una leve ventaja a Trump (51.5% de apoyo según RealClear Politics) vs. 47% a Harris, pero aún quedan casi dos meses de campaña y un debate presidencial el 10 de septiembre.

Por el lado económico, la sorpresa se mantiene negativa a pesar de ciertas luces. El PIB del segundo trimestre no solo sorprendió, sino que fue corregido al alza hasta 3% trimestral anualizado (desde 1.4% en los primeros tres meses). A pesar de ello, el mercado laboral se debilita y centra la atención del Fed en la medida en que la inflación cede y se acerca a la meta. En agosto se crearon 142 mil nuevos puestos de trabajo (bajo los 165 mil esperados) y se corrigió a la baja el dato de los últimos 2 meses, poniendo en duda el escenario de *soft landing* -aterrizaje suave- de la economía americana. En línea con ello el presidente del Fed dejó pavimentado el camino para comenzar con la baja de tasas en septiembre y el mercado apuesta por bajas cada vez más agresivas de las tasas de interés, internalizando hasta 5 recortes de tasas (de 25 pbs. cada uno) a fines de año, comenzando en septiembre con 25 o 50 pbs. dependiendo de la evolución de los datos económicos. Con ello, la curva de bonos del Tesoro se ha empinado al punto de borrar la inversión de la curva en el tramo 2-10 años debido a caídas más pronunciadas en la parte corta de la curva (*bull steepening*). Al 9 de septiembre la tasa a 10 años se ubica en 3.71% (caída de 23 pbs. en el último mes) y la de 2 años alcanza 3.69% (caída de 37 pbs.).

Ante el temor de un enfriamiento mayor de la economía y acentuado por el desarme de posiciones de *carry trade* en yenes, el rally accionario pierde fuerza principalmente desde el sector tecnológico. En agosto las acciones del S&P500 subieron 2.3% luego de registrar un *peak* de volatilidad no visto desde inicios de pandemia (VIX en 65 pts. el 5 de agosto), y el Nasdaq 100 quedó rezagado, subiendo 1.1%. El movimiento refleja la rotación -y toma de utilidades- desde el sector tecnológico hacia sectores más rezagados y con valorizaciones más holgadas como las de estilo *value*.

Por el lado corporativo, terminó la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre con un crecimiento de utilidades de 11%, el mejor trimestre desde fines de 2021. Los resultados dieron soporte en cierta medida, pero las expectativas han sido elevadas, principalmente para el sector tecnológico, donde se hace cada vez más difícil superar los estimados y, además, mantener las expectativas *-guidance-*. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 11% y cerca de 16% el próximo, superando a pares desarrollados. El próximo año las utilidades serán lideradas nuevamente por el sector tecnológico, pero de cerca crecerían las utilidades de sectores rezagados como los cíclicos (energía, materiales e industrial).

A pesar de la alta volatilidad, las acciones americanas han seguido subiendo y las valorizaciones se mantienen elevadas. La razón P/U *fwd.* del S&P500 transa aún sobre promedios históricos, pero la razón P/U *fwd.* de acciones tipo *growth* transa en línea con el promedio de 5 años y la de acciones tipo *value* se mantienen sobre el promedio. En *small cap* la P/U *fwd.* se encarece, pero se mantiene el descuento y el rezago; aunque con una alta volatilidad en la clase de activo que es altamente sensible a variaciones en la tasa de interés, pero también a la salud de la economía doméstica.

Debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, una economía que da señales de enfriamiento y tasas de interés con elevada volatilidad, entre otros, se decide mantener **cautela en las acciones americanas con neutral en *growth* y favoreciendo *value*** para capturar la rotación hacia activos más rezagados. Se mantiene un **neutral en *small cap*** en vista de que su relación riesgo-retorno es poco atractiva por su alta volatilidad.

JAPÓN: Se mantiene *underweight*

En su reunión de julio el Banco de Japón subió de forma sorpresiva la tasa de interés desde 0.1% a 0.25% ante una continuada debilidad del yen que incomodaba a la entidad por la generación de presiones inflacionarias y ante un aumento en los salarios que se propagan a diversos sectores de la economía. Junto con la medida, también se anunció un plan para reducir la compra de bonos y de esta forma reducir la liquidez inyectada al mercado. El mercado no internaliza nuevas alzas hasta al menos enero del próximo año.

Hasta inicios de julio el yen se había depreciado cerca de 15%, no obstante, ante la expectativa de reducción del diferencial de tasas con EE.UU. la moneda comenzó a apreciarse en forma significativa (9.4% en los últimos 3 meses). En adición, el desarme de posiciones de *carry trade* – posiciones en que se pedía prestado en yenes a tasas de interés incluso negativas, y se invertía en países con tasas más elevadas- gatilló un aumento significativo de la volatilidad. El lunes 5 de agosto el Nikkei cayó 12.4%, la mayor pérdida desde el *crash* de 1987, no obstante, el índice se recuperó y terminó cerrando agosto con una ganancia de USD 1.8%.

En cuanto a valorizaciones, la razón P/U *fwd.* corrige a la baja y transa con descuento en términos absolutos y respecto a pares desarrollados. En 2024 las utilidades crecerían en torno a 10%, estimación es superior a pares desarrollados, mientras en 2025 crecerían 8.9%.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones, fortaleza del sector corporativo, reformas estructurales en curso y el círculo virtuoso que da con la llegada de la inflación, hay un deterioro del *momentum* económico que lleva a correcciones a la baja en las estimaciones de crecimiento económico, a lo que se suma un exceso de volatilidad de un mercado. En este escenario se opta por una **postura de cautela manteniendo la exposición de acciones japonesas en *underweight***.

UW ACCIONES EMERGENTES: neutral China y LatAm, UW Small caps y OW Asia EM ex China

Finalmente, agosto cerró con un *outperformance* de las acciones de países desarrollados respecto a emergentes. Septiembre, históricamente es un mes de corrección para los mercados globales, y dado el mayor beta de algunos mercados emergentes, puede que sufran más que economías avanzadas. De esta manera, se decide mantener la subexposición a mercados emergentes, pero cambiando las ponderaciones; se neutraliza el UW que se traía en acciones latinoamericanas, dado el *momentum* del mercado brasileño, lo que se financia con una subexposición en acciones de Asia Small Cap, que podrían sufrir más en caso de materializarse un escenario más recesivo para la economía estadounidense.

AMÉRICA LATINA: Se neutraliza *Large Cap* desde *UW* y se mantiene subexposición *Small Cap*

En septiembre, se opta por cerrar la subexposición que se traía en acciones latinoamericanas de mayor tamaño, principalmente por el innegable *momentum* de las acciones brasileñas. Éstas, suelen beneficiarse de la debilidad del dólar, y es lo que se ha observado en los últimos dos meses. Sin embargo, el ruido político en México está impactando significativamente al mercado, por lo que la visión más negativa en este mercado compensa el optimismo en el brasileño. Por su parte, el Banco Central brasileño ha seguido adoptando un tono más *hawkish* y algunos analistas han ajustado sus proyecciones previendo que comience a subir la tasa de referencia, lo que históricamente impacta de manera negativa a las acciones de menor tamaño. En este sentido, **se mantiene el *UW* en acciones de la región *Small Cap*, mientras que se neutraliza la posición en *Large Cap*.**

En **Brasil**, los datos económicos han seguido positivos, y la publicación del PIB del segundo trimestre, que creció un 3.3% anual (sobre el 2.7% esperado por el mercado), llevó a los analistas a revisar al alza sus expectativas de crecimiento para este año. Tanto la economía como el mercado laboral han seguido resilientes, lo que ha llevado a que la inflación continúe resistente y le cueste entrar y mantenerse decididamente en el rango de tolerancia del Banco Central de Brasil (BCB). La inflación de agosto estuvo en línea con lo esperado y anotó un 4.2% anual, y la autoridad monetaria sigue de cerca esta cifra. Al respecto, Lula da Silva ya propuso a Gabriel Galípolo como reemplazo del actual presidente del BCB, y debe ser confirmado por el Senado. Éste, a pesar de su cercanía con Lula, ha adoptado un tono más cauto y sugerido que se vendrán alzas de tasas hacia adelante. De esta manera, no solo los precios del mercado tienen internalizadas alzas de tasas, sino también las encuestas a economistas prevén que la Selic se ubicará en 11.25% al cierre del año (actualmente está en 10.50%). Las valorizaciones del mercado accionario brasileño siguen luciendo atractivas en términos históricos, y comparado con sus pares regionales y emergentes. Con respecto a los flujos de inversión, se comienzan a observar entradas marginales a fondos e ETFs en las últimas semanas, lo que podría estar gatillado por este mayor diferencial de tasas esperado, en la medida que el Fed comience con el inminente recorte de tasas y el BCB la suba. Las expectativas de recortes en EE.UU. se han tornado más agresivas, y esto debilita al dólar, lo que históricamente favorece al real y a la bolsa brasileña. A nivel de utilidades proyectadas, este año se prevé un crecimiento de 4.0% pero que se corrige al alza, mientras que en 2025 la expansión sería más pronunciada. A nivel político, la tramitación de algunos proyectos de ley importantes está relativamente pausada, de cara a las elecciones municipales de inicios de octubre. Sin embargo, el gobierno ya ingresó el presupuesto del próximo año, y las proyecciones de ingresos parecen ambiciosas, y los recortes de gastos menores a los esperados. De todas maneras, el informe fiscal bimensual del 20 de septiembre entregará más información. No obstante, el mercado ya tiene internalizado que el gobierno no logrará cumplir la meta de balance fiscal primario ni este año ni el próximo. En este contexto, la autoridad tiene claro que debe continuar esforzándose por recortar gastos y aprobar medidas que logren recaudar más ingresos fiscales, pero no ser demasiado disruptivas. A su vez, Lula goza de aprobación presidencial relativamente alta, en torno a 50%, lo que disminuye la probabilidad de que el gobierno impulse medidas populistas para aumentar la aprobación y añadir volatilidad al mercado. Por todo lo anterior, el mercado brasileño parece estar entrando en un círculo virtuoso, con un *momentum* accionario innegable y un escenario global que se consolida en uno que históricamente favorece a las acciones brasileñas. **De esta manera, se decide llevar a *OW* la posición neutral que se traía en Brasil.**

En **México**, el mercado accionario estuvo guiado por los vaivenes políticos, junto con datos económicos que siguen decepcionando y sugieren un enfriamiento. Es así como las acciones mexicanas cayeron USD 5.9% en agosto, casi totalmente debido a la depreciación del peso mexicano. Este se depreció sucesivamente en el mes, siendo golpeado por distintos acontecimientos políticos y económicos que fueron permeando al sentimiento de mercado. Uno de esos datos fue el de ventas minoristas, que cayeron un 3.9% anual en junio, decepcionando. Estos datos han llevado al mercado y autoridades a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento y se espera que la economía mexicana solo crezca 1.5%

este año (según Citibanamex y Banxico). Por el lado positivo, las proyecciones de inflación se han mantenido estables y los últimos datos han estado mejor comportados, con el registro *headline* de agosto retomando las bajas, hasta 4.99% anual, mientras que el subyacente bajó marginalmente hasta 4.0% en doce meses. Esto, en conjunto con el debilitamiento económico, llevó al Banxico en su reunión de agosto a recortar la tasa interbancaria en 25 pbs. hasta 10.75%, y con un sesgo *dovish*, dando a entender que continuará con los recortes en adelante. Tras la corrección del mercado accionario, las acciones mexicanas pasan a transar con más descuento en términos históricos, 0.7 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.* y *trailing*). Por el lado de las proyecciones de utilidades, las de 2024 se mantienen estables y estimando un crecimiento en torno a 20%, a pesar de las correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento económico. Para 2025, se revisan a la baja y se prevé un crecimiento de utilidades de ~8%. Tras varias semanas de salidas de flujos de inversión del mercado accionario, en la última se registran entradas marginales. A pesar de la vuelta de los flujos, el escenario político se ve desafiante. El 1 de septiembre asumió el nuevo congreso, lo que está permitiendo el rápido avance de la reforma judicial, que además de permitir la elección popular de los jueces, fue uno de los motivos por los que se pausaron las relaciones diplomáticas entre México y EE.UU. y Canadá, sus principales socios comerciales. Esto, pone en peligro el *nearshoring*, beneficio del que goza México hasta ahora. Es más, las importaciones de EE.UU. con origen en México bajaron su participación como porcentaje del total hasta 14.6%. Es así como la continuación de ruidos políticos, con la toma de posesión de la presidenta Claudia Sheinbaum el 1 de octubre de este año y la posterior elección presidencial en EE.UU. a principios de noviembre, junto con un enfriamiento económico, nos llevan a **mantener la subexposición en acciones mexicanas.**

El mercado **chileno** anotó un alza en agosto, impulsado por una apreciación del peso chileno de más de 3.0% en el mes. Esta mejora se debió principalmente a la debilidad del dólar por el ajuste en el diferencial de tasas, ya que el cobre cerró el mes casi sin variaciones. Sin embargo, con el comienzo de septiembre, el Banco Central se reunió y retomó los recortes, bajando la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.50%, en línea con lo esperado, pero con un comunicado más expansivo de lo que esperaba el mercado. De esta manera, el peso chileno se deprecia y el mercado internaliza que la autoridad monetaria continúe con los recortes de manera consecutiva, sin pausar en la reunión de octubre. Esto, en línea con una inflación que en agosto se ubicó acorde a lo esperado, y registró un 4.7% anual. Sin embargo, el registro subyacente continúa dentro del rango meta del Banco Central ($3 \pm 1\%$), y las proyecciones apuntan a una convergencia a la meta más acelerada que lo estimado en los meses anteriores, por menores presiones de demanda. La actividad mensual de julio sorprendió, y creció 4.2% anual, de manera que el mercado frenó sus ajustes a la baja en las expectativas de crecimiento para este año. Por su parte, las valorizaciones transan algo más ajustadas con respecto a su promedio de 5 años, sin embargo, continúan en torno a 1 desviación estándar bajo su promedio de 10 años (P/U *fwd.*). En el último mes, se ven entradas de flujos al conjunto de ETFs por ~1.2% del AUM. La temporada de reportes corporativos culminó con sorpresas en utilidades y crecimiento tanto en éstas como en ventas. A su vez, las empresas están comenzando a sugerir que en lo que va del tercer trimestre, las ventas estarían creciendo. Por el lado político, se pausó el avance de la reforma de pensiones, de cara a las elecciones de octubre, y se mantiene el foco en seguridad, dados distintos acontecimientos que denotan un aumento de crímenes violentos. En octubre, se elegirán gobernadores, alcaldes, consejeros regionales y concejales municipales, y se espera que la centro derecha gane más terreno, lo que sería positivo para el mercado chileno. De esta manera, en un mercado en que los fundamentos corporativos mejoran, se consolida la normalización económica y sin mayores ruidos políticos, se decide **mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, los datos de actividad han mostrado tendencias divergentes. El PIB del segundo trimestre decepcionó y creció un 2.1% anual, lo que sin embargo significó una aceleración en la medida interanual y un crecimiento en todos los componentes del gasto. La inflación ha continuado con su tendencia a la baja, en tanto el registro de agosto sorprendió y anotó un 6.1% anual. Esto dio pie para que el Banco Central en su reunión de julio bajara la tasa de referencia en 75 pbs.,

hasta 10.75%. El mercado prevé que continuará con recortes de mayor magnitud, ya que proyecta una tasa de cierre de año de 8.50%. La caída de los mercados en los últimos meses ha permitido que sea el mercado de la región que transa con un mayor descuento histórico, casi 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.*). Por el lado de los flujos de inversión, en el último mes se observan salidas netas del principal ETF por ~3% del AUM. A nivel político, la desaprobación presidencial aumenta y el gobierno intenta aprobar su “ley de financiamiento” o “reforma tributaria 2.0”, que busca financiar COP 12 billones que faltan para el presupuesto del próximo año. De acuerdo al Marco Fiscal de Mediano Plazo, parte del crecimiento de los ingresos fiscales para el próximo año vienen de fuentes inesperadas, y los gastos se revisan al alza, con un déficit proyectado que continúa en torno al 5% del PIB. Además, el escenario político continúa ruidoso; si bien Petro enfrenta contrapesos en el Congreso que evitarán la aprobación de reformas radicales, como la laboral, podrían continuar los escándalos de corrupción. De esta forma, a pesar de mejores perspectivas macroeconómicas y un banco central que continúa recortando tasas, siguen los ruidos políticos y la volatilidad tanto en el mercado accionario como cambiario, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, la actividad sorprendió en junio y se expandió 5% anual, y una serie de factores han llevado al mercado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento. Entre ellos, el avance del séptimo retiro de los fondos de pensiones que acumula el retiro de más de 20% del AUM del sistema. Lo anterior, le entregará liquidez a la población de manera de incrementar el consumo. De esta manera, el mercado proyecta un crecimiento económico marginalmente bajo 3.0% para este año. Por el lado de los precios, la inflación continuó a la baja en agosto y se ubicó en 2.0% anual, mientras que la subyacente se acerca al límite superior del rango meta. Esto dio pie a que el Banco Central retomara los recortes en agosto y bajara la tasa en 25 pbs., hasta 5.50%, sorprendiendo al mercado. Con esto, se espera continúe en dicha senda hacia adelante. El retiro de las AFPs, los ruidos políticos por la corrupción y la posibilidad de que por segundo año consecutivo el gobierno no cumpla con la meta fiscal, han llevado a que el sol peruano deje de moverse con sus fundamentos (precio del cobre). Además, la presidenta Boluarte anunció otro cambio de gabinete, acontecimiento frecuente dentro de su administración, lo que probablemente no logrará mejorar su aprobación. Por otro lado, la empresa estatal Petroperú cuenta con problemas financieros para continuar con su operación, y el gobierno ha anunciado que la apoyará, presionando aún más las arcas fiscales. Tras los meses más débiles del mercado accionario, éste pasó a transar con valorizaciones casi media desv. est. bajo sus promedios de 5 y 10 años (P/U *fwd.* y P/U *trailing*). A su vez, se siguen observando salidas de flujos de del conjunto de ETFs por casi 20% del AUM en el último mes y las proyecciones de utilidades para este año se revisan a la baja. De esta manera, a pesar de mejores perspectivas macroeconómicas, el ruido político sigue elevado y el mercado peruano no tiene *momentum*, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** la situación macro y política sigue siendo compleja. A nivel económico, la actividad en junio siguió a la baja, con una diferencia significativa entre sectores y la agricultura conteniendo las caídas del índice total. De esta manera, la recuperación económica sigue siendo la gran incógnita y probablemente será necesaria para que el gobierno mantenga sus niveles de aprobación. Aun así, el índice de Confianza en el Gobierno retomó las alzas en agosto y subió 6.8%, dando cierto respiro a la administración de Javier Milei. El poder ejecutivo sigue priorizando la inflación, y ha logrado bajarla hasta un nivel anual de 263.4% (4% mensual) en julio. De esta manera, se espera que en lo que resta del año continúe avanzando a un nivel de entre 3% y 4% mensual. Por el lado de los controles de capital, el BCRA ha avanzado y comenzó la venta neta de dólares, para contener la brecha cambiaria. A su vez, el presidente afirmó que ya estaría definido cómo se saldría del cepo cambiario. Por el lado político, el gobierno vetó la ley de pensiones que habría significado más presiones fiscales. Además, en lo más reciente los Diputados rechazaron el aumento de más de USD 100 millones para la Secretaría de Inteligencia. En adelante, y de cara a las elecciones intermedias de 2025, es probable que este gobierno no pueda aprobar iniciativas contundentes en el Congreso, hasta que logre obtener más escaños. Por el lado de mercado, las valorizaciones continúan atractivas, transando casi media desviación estándar bajo el promedio de 5 años (P/U *fwd.*). A

su vez, se comienzan a observar salidas netas de flujos de inversión en el último mes del conjunto de ETFs. De esta manera, a pesar del buen desempeño del mercado, está sujeto a vaivenes políticos y la situación en adelante no es óptima. Por lo anterior, **se mantiene la posición *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantener la posición neutral

En agosto el índice MSCI del país subió 1.0% (en USD), sin embargo, a medida que se acercan las elecciones en EE.UU, la volatilidad podría incrementar en el mercado accionario, ya que China ha sido un foco de campaña de Trump y aunque Harris ha evitado referirse al tema, al menos mantendría la política proteccionista de Biden, lo que podría intensificar la guerra comercial. Además, EE.UU. ha presionado a sus aliados a incrementar las restricciones comerciales con China; la Unión Europea revisó el cálculo de los aranceles a los vehículos eléctricos (EVs), mientras que Canadá se suma a las medidas restrictivas e implementó nuevos aranceles a EVs, además de acero y aluminio. En tanto, Holanda podría limitar aún más el acceso chino a los productos de ASML a fin de año, afectando el acceso tecnológico y la producción y eventual desarrollo de semiconductores más complejos de China.

Por el lado político interno, se han anunciado medidas para impulsar el consumo, aunque el PBOC comunicó que no se adoptarán medidas drásticas. En primer lugar, los hogares podrán refinanciar los créditos hipotecarios hasta enero de 2025, buscando aumentar la liquidez de los consumidores e impulsar el consumo. Además, se espera que se recorte la tasa de refinanciamiento de créditos hipotecarios hasta en 80 pbs., aunque la medida presionaría a los bancos. Finalmente, se prevé una flexibilización en los requerimientos de reserva por parte del PBOC, cuando el Fed recorte la tasa de interés. Estas medidas continúan siendo consideradas como insuficientes para impulsar el mercado y la confianza del consumidor, que no logran traccionar. Por otro lado, Xi en un discurso reiteró la promoción del “bien común” y la aspiración de la reunificación de una sola China.

La debilidad de las medidas y la poca confianza en ellas, se comienza a traspasar a la economía, llevando a algunos agentes del mercado a corregir a la baja las proyecciones de crecimiento para este año, como por ejemplo UBS y JP Morgan. A pesar de esto, las condiciones en el sector privado mejoraron levemente en agosto y el indicador PMI Caixin de manufacturas subió a 50.4 pts. (vs 49.8 mes previo) y el de servicios continúa en terreno expansivo (51.6 pts.). Por el lado de los precios, el registro de agosto se ubicó en 0.6% anual, pese a las nuevas medidas para impulsar el consumo no han dado efecto, mientras la inflación subyacente alcanzó un mínimo de tres años, preocupando ante una eventual deflación. En tanto, las tasas de préstamo a 1 y 5 años se mantuvieron en 3.35% y 3.85% respectivamente, luego del sorpresivo recorte en julio.

El mercado accionario se vio presionado e impulsado por diversos factores. El peso de las acciones chinas en los índices globales disminuyó, luego del rebalanceo trimestral del índice MSCI. Por otro lado, los reportes corporativos fueron divergentes, con sorpresas positivas por el lado de ventas, pero negativas en utilidades. Respecto a las valorizaciones, las acciones chinas transan con descuento histórico en la razón P/U *fwd.*, al mismo tiempo que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este año y se sitúa en 16%. Respecto a flujos de inversión, se observan salidas netas del principal ETF durante el último mes. Considerando el conjunto de factores; deterioro de los datos económicos, pero la continuidad de implementación de medidas, a la vez de valorizaciones atractivas y crecimiento de utilidades corrigiéndose al alza, pero salida de flujos, **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas**, con perspectivas más negativas para las acciones tipo A.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el OW, se lleva a UW Asia Small Cap

En septiembre, se sigue optando por una sobreponderación de las acciones de Asia EM ex China, en un mes que es históricamente negativo para los mercados globales, y pensando que un mercado como el indio, puede defender dentro de los mercados emergentes. Por su parte, se lleva a *UW Asia Small Cap*, en la medida que los inversionistas se tornan más aversos al riesgo y las acciones de empresas de menor capitalización bursátil podrían sufrir alta volatilidad.

La economía **india** se expandió 6.7% anual en el segundo trimestre calendario del año, marcando una desaceleración respecto el dato previo (7.8%), aunque el consumo y la inversión se aceleraron y el menor crecimiento se debe al efecto de las elecciones y la caída del gasto de gobierno. Pese a esta desaceleración, el Banco Mundial en su último *update* destacó la fortaleza de la economía y la entidad concluyó con expectativas positivas a mediano plazo y subraya la recuperación del consumo privado, un driver del crecimiento económico de los próximos trimestres. De esta forma, se mantiene el *momentum* económico y el PMI tanto manufacturero como de servicios se mantienen en terreno ampliamente expansivo en agosto (57.5 y 60.4 pts. respectivamente). Por el lado de los precios, en julio la inflación se encontró bajo la meta del Banco Central (4%) por primera vez en cinco años, registrando 3.5% anual, aunque influenciado por base de comparación alta, mientras que los alimentos continúan contribuyendo a las presiones inflacionarias, pero en menor medida debido a una temporada monzónica mejor de lo esperada. Sin embargo, la tasa de política monetaria se mantiene sin cambios en 6.5% y el mercado se encuentra dividido en las proyecciones; i) el Banco Central podría mantener la tasa de referencia sin cambios durante lo que queda del año, dada la resiliencia económica y ii) con el inicio de flexibilización monetaria por parte del Fed y una inflación que continúa desacelerándose daría paso al inicio de recortes de tasas durante el cuarto trimestre. Por su parte, el mercado accionario quedó rezagado en agosto, en línea con un mercado defensivo y rentó USD 0.8%, con una depreciación marginal de la rupia india de 0.2% en el mes. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan sobre su media de 5 años (*P/U fwd.*), mientras que se observan entradas netas de flujos a su principal ETF durante el último mes y el crecimiento de utilidades se corrigen al alza tanto para este y próximo año (~18% y 17% respectivamente). En conjunto con un sólido *momentum* económico, político, corporativo y constantes entradas netas de flujos de inversión, además de ser un mercado defensivo en escenarios volátiles o ante una eventual corrección **se decide mantener el *overweight* en acciones indias.**

Las acciones **surcoreanas** retrocedieron USD 1.0% en agosto presionado por la caída de Samsung, la principal empresa en el índice MSCI del país, ligado al peor desempeño del sector tecnológico a nivel global. Pese a esta caída, las proyecciones de la acción son positiva, los chips de quinta generación de Samsung superaron las pruebas de calidad de Nvidia y estos comenzarían a ser incorporados en GPUs e incluso en el nuevo modelo Blackwell de la empresa. Por otro lado, Kia y Hyundai, ambas incluidas en el top diez de las empresas del índice MSCI, mejoraron su calificación crediticia según los clasificadores de riesgo, alcanzando la calificación de “grado A” hasta “estable”, añadiendo confianza a este mercado accionario, dada la estabilidad financiera y crecimiento estable de las compañías. Por el lado de las valorizaciones, las acciones surcoreanas lucen atractivas y transan con descuento en la razón *P/U fwd.* y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para este año y a la baja para el próximo año, al mismo tiempo que se observan entradas netas de flujos por 5% al conjunto de ETFs del país durante el último mes. Por otro lado, continúa con *momentum* macroeconómico positivo. El PMI de manufacturas se mantiene en terreno expansivo en agosto y sube a 51.9 pts. Además, sigue la recuperación de la demanda interna, con una tasa de desempleo que cae en julio (2.5%), de la mano de una fuerza laboral estable, aumentando el número de ocupados, lo que daría soporte al crecimiento económico del tercer trimestre. A su vez, las exportaciones de agosto crecieron 11% anual, impulsado por semiconductores, donde la exportación de éstos creció 39% en doce meses, y las importaciones crecieron 6.0% anual. Por el lado de los precios, la inflación alcanzó la meta del Banco Central de 2% anual en agosto, generando que el mercado espere el inicio de la flexibilización monetaria durante el cuarto trimestre de este año. Sin embargo, la autoridad monetaria mantuvo la tasa de referencia en 3.5% en agosto y el comunicado anunció que debe continuar el monitoreo en los precios de vivienda y deuda de los hogares. En

el contexto de *momentum* macroeconómico positivo y valorizaciones atractivas **se decide mantener el *overweight* de acciones surcoreanas.**

Las acciones **taiwanesas** subieron USD 3.1% en agosto, pese a las caídas de los primeros días del mes. Por el lado económico, el PMI de manufacturas continúa en terreno de expansión, pero cayendo a 51.5 pts. en agosto, presionado por una confianza en el nivel más bajo en el año. Con respecto a la inflación, esta se mantuvo casi sin variaciones en 2.4% anual en agosto, mientras que se espera que el Banco Central mantenga la tasa en 2.0% durante la reunión de septiembre, y centrándose en los precios de vivienda y las presiones inflacionarias. Por el lado geopolítico, el discurso de Xi en torno a la reunificación fue acompañado de mayores expectativas de controles y sanciones económicas. En respuesta, el gobierno taiwanés realizó un simulacro ante un eventual ataque aéreo y marítimo, al mismo tiempo que se anunció el aumento en presupuesto de defensa. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones lucen caras, cuando no se observan ni entradas ni salidas netas de flujos desde el principal ETF durante el último mes, cuando la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este año y a la baja para el próximo. De esta forma la combinación de factores positivos como un mejor *momentum* macroeconómico y el respaldo de los semiconductores, pero negativos como valorizaciones ajustadas, flujos planos y tensiones geopolíticas, se decide **mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

En **Indonesia**, el actual presidente en ejercicio envió una señal tranquilizadora al mercado al realizar un cambio de gabinete con integrantes que apoyan al presidente electo, indicando la continuidad de sus políticas antes del cambio de mando en octubre. Por otro lado, el deterioro económico parece acentuarse, el PMI de manufacturas cayó consecutivamente desde el máximo en marzo (54.2 pts.) hasta el registro de agosto (48.9 pts.). En tanto la inflación se mantuvo en 2.1% interanual en agosto, continuando bajo la meta del Banco Central (3%). Aun así, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 6.25%, con un enfoque principal en la estabilización de la rupia. Las acciones indonesias avanzaron USD 9.4% en agosto. Las valorizaciones de las acciones lucen atractivas, aunque las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para el próximo año, al mismo tiempo que se observan salidas netas de flujos del principal ETF del país por 3% del AUM en el último mes. En el contexto de datos macroeconómicos con señales mixtas, pero un mercado aún resiliente, pese a salidas de flujos, **se decide mantener la posición neutral en acciones indonesias.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** rentaron USD 8.4%, pese a perspectivas desfavorables principalmente en torno a la política interna. Durante agosto la Corte Constitucional emitió su fallo contra; i) la destitución del primer ministro, declarándolo culpable de violar las “normas éticas” y ii) dictaminó la disolución del principal partido opositor. El nuevo gobierno, juró lealtad al rey, aunque el inicio formal de la administración será posterior a la declaración política ante el parlamento y no se esperan cambios disruptivos en la política interna respecto al gobierno previo. Por el lado macroeconómico, el PMI de manufacturas se encuentra en terreno de expansión por cuarto mes consecutivo (52 pts. agosto), aunque la inflación continúa sin mejorar y cercana a cero (0.4% anual agosto). Sin embargo, el banco central decidió mantener la tasa de referencia en 2.50% en su última reunión, comunicando que el nivel actual es adecuado para la estabilidad macro y financiera. Por otro lado, las acciones tailandesas lucen atractivas, transando bajo su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.*, aunque las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para este y el próximo año y se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF. De este modo, pese a que continúa el deterioro político y salida de flujos, señales de mejora en indicadores macroeconómicos nos llevan a **neutralizar las acciones tailandesas.**

EMEA

Se mantiene la posición neutral en las acciones de la región en el caso de una cartera emergente, relativo a Asia emergente y América Latina.

Las acciones **sudafricanas** rentaron USD 3.5% en agosto y el rand se apreció 2.2% respecto al dólar. De esta forma, continúa el buen *momentum* y optimismo en torno al nuevo gobierno posterior a las elecciones. El 1 de septiembre comenzó a regir la reforma de pensiones, que permitiría retirar hasta un tercio de los ahorros de las personas, lo que impulsaría el consumo y el mercado lo ha tomado como positivo, aunque con algo más de cautela por presiones inflacionarias. Sin embargo, continúan los problemas de logística ferroviarios y portuarios generando cuellos de botellas en el transporte de productos. Por el lado macroeconómico, el PMI de manufacturas avanzó a 50.5 pts. en agosto, con una inflación aún pegajosa -4.6% anual en julio y 4.8% anual la subyacente- y una tasa de referencia aún restrictiva (8.5%). Respecto de las valorizaciones, estas transan en torno a su promedio de cinco años en la razón P/U *fwd.* y por primera vez luego de las elecciones no se observan entradas ni salidas de flujos al principal ETF del país en el último mes. En el contexto de una política interna con buen *momentum* pero riesgo latente de deterioro por divergencias ideológicas y valorizaciones atractivas con flujos que pierden dinamismo se **decide mantener neutral las acciones sudafricanas**.

La economía **turca** continúa deprimida y el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo (47.8 pts. en agosto), mientras que la desaceleración de la inflación durante el mismo mes fue más acentuada (52% anual) aunque beneficiada de una base de comparación alta. En este contexto, el gobierno busca mantener la credibilidad de sus proyecciones, por lo que revisó a la baja la proyección de crecimiento económico y al alza para la inflación de este, en línea con las proyecciones del Banco Central. La autoridad monetaria, además, mantuvo la tasa de referencia en 50.0%, aunque algunos agentes del mercado proyectarían el inicio del ciclo de flexibilización en la reunión de septiembre, dada la caída de los precios y los efectos de tasas altas en la economía. Por el lado del mercado, durante agosto las acciones turcas cayeron USD 10.5% y la lira se depreció 2.7%, con valorizaciones que lucen ajustadas en la razón P/U *fwd.*, salidas de flujos desde el principal ETF durante el último mes y proyecciones de crecimiento de utilidad que se corrigen a la baja para este mes y al alza para el próximo. Debido a la debilidad macroeconómica y valorizaciones más ajustadas, pero un mercado accionario utilizado como refugio ante la alta inflación **se mantiene en neutral las acciones turcas**.

Finalmente, en **Arabia Saudita** las acciones cayeron USD 0.3% durante agosto, de la mano de la caída de precios del petróleo Brent ~2% el mismo mes. En esta línea, la OPEP retrasó su plan de normalización de producción de petróleo de octubre a diciembre, debido a caída de precios ~17% desde el máximo en julio, lo que afectaría las proyecciones de crecimiento y se espera menor inversión en el sector. Por el lado económico, el indicador PMI de manufacturas continúa en amplio terreno expansivo (54.8 pts. en agosto). Con respecto a las acciones, las valorizaciones de estas lucen atractivas, aunque durante el último mes se observan salidas de flujos del conjunto de ETFs del país junto con proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen al alza para este año y a la baja para el próximo. En el contexto de una economía dependiente del petróleo, con precios del *commodity* que mantienen su volatilidad **se decide mantener una posición neutral en Arabia Saudita**.

RENTA FIJA

US TREASURIES: se neutraliza la exposición al treasury de 2 años, manteniendo el OW en treasuries de 10 años y el neutral en treasuries de 30 años. Se lleva a UW la posición en TIPS

En agosto, Jerome Powell, confirmó las expectativas del mercado y afirmó que llegó el momento de realizar ajustes a la política monetaria e iniciar con el ciclo de recorte de tasas. De esta manera, tras más de un año con la tasa de referencia pausada en 5.5%, el Fed finalmente iniciaría con el primer recorte en su próxima reunión de septiembre, adoptando una postura más *dovish* tras las recientes tendencias desinflacionarias y la desaceleración del mercado laboral. Por su parte, el mercado se anticipó al anuncio del Fed y los últimos meses las tasas de los *treasuries* norteamericanos han caído

significativamente impulsando el *rally* de los activos de renta fija. Con la llegada de septiembre, las tasas mantienen la tendencia a la baja luego de que el mercado laboral mostrara nuevamente un enfriamiento mayor a lo esperado con una tasa de desempleo de 4.3% y una creación de empleo bajo las expectativas. En cuanto a la inflación, ha pasado a un segundo plano para el mercado, y los últimos registros muestran una desaceleración en línea con las expectativas, de manera que la medida *headline* que se encuentra en 2.9% y se espera que se desacelere a 2.6% interanual en agosto. Es así que, el mercado ha ajustado significativamente las expectativas de recortes este año, pasando de 2 recortes esperados, a 4-5 recortes de aquí a la reunión de diciembre debido a los miedos crecientes acerca de una eventual recesión, de manera que el mercado se mantiene dividido de si el Fed iniciaría con un recorte de 25 o 50 pbs. En línea con el ajuste de expectativas las tasas reaccionaron con caídas pronunciadas a lo largo de la curva y la tasa de 10 años pasó de 4.40% al cierre de junio a 3.65% el 10 de septiembre, mientras que la tasa de 2 años ha caído desde 4.76% a 3.61%. Con las caídas de la última semana se revierte la inversión y la curva finalmente se normaliza – cosa que no ocurría desde 2022 cuando el Fed inició con las alzas de tasas-. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- aumentó significativamente en algunos periodos del mes alcanzando 121 pts., nivel relativamente alto y en línea con los grandes movimientos en las tasas, sin embargo, estas las últimas semanas ha tendido a moderarse y cae a 104 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan a la baja alcanzando 1.54% y 2.11% respectivamente, en línea con las menores preocupaciones del mercado en cuanto a la inflación y a las expectativas ancladas a la meta. Es así que, tras el *rally* de los *treasuries* del último mes, si bien reconocemos la reciente desaceleración del mercado laboral norteamericano mantenemos como escenario base el *soft landing*, por lo que observamos cierta sobrereacción por parte del mercado principalmente en cuanto a las agresivas expectativas de 4 o 5 recortes de tasas este año, alineándonos con la expectativa de 2 o 3 recortes de tasa este año a medida que el mercado laboral continúa desacelerándose gradualmente. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración, con preferencia en la parte media de la curva. Se neutraliza tácticamente el OW en *treasuries* de 2 años** observando espacio para correcciones en las expectativas de recortes ante la publicación del *dot-plot*, **se mantiene el OW en *treasuries* de 10 años** como una posición estructural ante nuestra expectativa de un enfriamiento gradual de la economía, mientras que **se mantiene el neutral en *treasuries* de 30 años** observando mayor volatilidad en la parte larga de la curva e incertidumbre en cuanto a la política fiscal norteamericana. **Finalmente, observando menores presiones inflacionarias, se toma un UW en TIPS.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

Con respecto a la deuda desarrollada, tras el discurso de Jerome Powell en Jackson Hole, el Fed confirma que es el momento de iniciar con el ciclo de recorte de tasas, siguiendo los pasos del Banco Central Europeo y del resto de los bancos centrales del mundo al comenzar con la flexibilización monetaria para evitar un mayor enfriamiento de la economía. De esta manera, las políticas monetarias de los bancos centrales desarrollados vuelven a alinearse en cuanto a dirección, sin embargo, la velocidad y magnitud de los recortes sería diferente a medida que continúan las divergencias en cuanto al panorama económico. Por el lado de Europa, la inflación de agosto sorprende a la baja y se desacelera a 2.6% anual, por otro lado, la economía se mantiene estancada y PIB del segundo trimestre fue corregido a la baja desde 0.3% a 0.2% trimestral debido a la debilidad del consumo e inversión mientras que la sorpresa económica se mantiene en terreno negativo. Por su parte, la expectativa de recortes más agresivos en EE.UU. le otorgan mayor espacio a la política monetaria del BCE y se vuelve a esperar que recorte en la reunión de septiembre. Por otro lado, en EE.UU., la inflación continúa desacelerándose sin muchas sorpresas hacia la meta del 2%, pero el mercado laboral continúa debilitándose gradualmente con una creación de empleo que sorprende nuevamente a la baja y una tasa de desempleo sobre el 4%. Dado lo anterior, observamos diferencias en cuanto a las expectativas de política monetaria de ambas regiones y si bien los 2 o 3 recortes en Europa este año parecen razonables, las expectativas de 4 o 5 recortes en EE.UU. parecen una sobre reacción, abriendo espacio para correcciones al alza en los *treasuries*, sobretodo de corto plazo. En cuanto a *Investment*

Grade, en agosto la clase de activo tuvo un desempeño positivo de 1.2% impulsado por la fuerte caída de las tasas bases, sin embargo, la expansión de *spreads* del inicio del mes llevó a que la clase de activo tuviera un *underperformance* con respecto a otros activos de renta fija. Por otro lado, tras la ampliación de los *spreads* y en este entorno más recesivo, la clase de activo recupera atractivo desde una perspectiva riesgo-retorno, mientras que su duración más cerca del *belly* de la curva contribuyen a evitar la volatilidad de las tasas largas y el riesgo de reinversión de las tasas cortas. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se neutraliza el UW

Por el lado de *high yield*, durante agosto la clase de activo comenzó el mes con retornos negativos dada la ampliación de *spreads* producto de la sobrereacción del mercado a los datos de empleo. Sin embargo, a lo largo del mes el mercado fue corrigiendo las distorsiones y los *spreads* volvieron a comprimirse, impulsando los retornos de la clase de activo que terminó rentando un 1.8% durante el mes, mostrando la resiliencia de *high yield* y capacidad de sobreponerse a ruidos de mercado. Con el inicio de septiembre, se repite la situación del mes anterior y los *spreads* se amplían levemente ante peores datos en el mercado laboral, sin embargo, en la medida de que se mantenga el escenario de *soft landing* intacto estos volverían a comprimirse. Por otro lado, la clase de activo mantiene un nivel de *yield* relativamente alto de 7.2% junto con una menor duración, que explica el buen rendimiento de *global high yield* la primera mitad del año y mantiene a la clase de activo atractiva ante posibles correcciones en las tasas dadas las actuales agresivas expectativas de recortes de tasas. En línea con lo anterior y dada nuestra expectativa de *soft landing* y de un enfriamiento gradual del mercado laboral y de la economía norteamericana, no esperamos una corrección significativa en *spread* tras los movimientos de inicio de mes y a pesar de la menor calidad crediticia el mayor *yield* de la clase de activo aun parece atractivo por lo que, **se neutraliza el UW en Global HY.**

DEUDA EMERGENTE: Neutral en deuda soberana y el OW en bonos corporativos HY e IG, mientras que se mantiene UW local markets

En cuanto a la deuda emergente, durante agosto observamos un rally en los activos de renta fija impulsado por las caídas de los bonos del tesoro norteamericano a medida que se confirmó el inicio del ciclo de recorte de tasas en EE.UU. y el mercado fue internalizado recortes más agresivos por parte del Fed ante la desaceleración del mercado laboral norteamericano. Por su parte, la deuda emergente se acopló a los movimientos globales y las tasas de los países emergentes ajustaron a la baja impulsando los retornos de los activos de renta fija emergente con rentabilidades similares o incluso mayores a activos de renta fija globales. Es así que, mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación ante las caídas en tasas, sobre todo ahora que disminuyen las presiones de factores externos con el inicio del ciclo de recortes del Fed y los bancos centrales emergentes tienen más espacio para ajustar su política monetaria.

En cuanto a la deuda soberana emergente, la clase de activo tuvo uno de los mejores desempeños del mes y rentó 2.3% en agosto, producto de la mayor duración en un entorno de caídas de tasas. Por otro lado, la clase de activo aún ofrece elevados niveles de *yield* y la mayor duración impulsaría a los retornos en un entorno en que los bancos centrales continúan recortando tasas. Sin embargo, en el entorno actual, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hace más vulnerable a las actuales correcciones en los *spreads* producto de ruidos políticos e incertidumbre económica, por lo que se mantiene preferencia por la deuda corporativa emergente.

Por el lado *High Yield*, se mantiene como la clase de activo de renta fija de mejor desempeño en lo que va del año con una rentabilidad acumulada de 9.9%, mientras que la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un

elevado nivel de *yield* de 7.8%. En cuanto a riesgos, los *spreads* de la deuda emergente se han acoplado a los movimientos de los *spreads* globales ampliándose ante el deterioro del empleo estadounidense, no obstante, los fundamentales de las compañías emergentes se mantienen aun sólidos con bajos niveles de apalancamiento, de manera que las expectativas de default para 2024 se mantienen en 3.3% muy por debajo del 6.8% de 2023. Por su parte, *Investment Grade* continúa ofreciendo un retorno atractivo ajustado por riesgo-retorno, con un *yield* de 5.2% y una mayor calidad crediticia que protege a la clase de activo frente a los *shocks* negativos y a una desaceleración más pronunciada de la economía global. Por otro lado, la mayor duración beneficiaría a la clase de activo a medida que los bancos centrales emergentes continúan con los recortes de tasas y disminuyen las presiones externas con el inicio de recortes en EE.UU. Si bien en el corto plazo hemos visto aumentos en los *spreads*, en línea con el contexto global, las recientes alzas entregan cierto alivio a las apretadas valorizaciones previas de la clase de activo.

Respecto a *local markets*, durante agosto el dólar continuó con su tendencia a la baja a medida que el mercado laboral norteamericano sigue mostrando señales de debilitamiento, de manera que se ajustan las expectativas hacia un ciclo de recorte de tasas más agresivo por parte del Fed y la moneda norteamericana perdió valor con respecto a las monedas de países desarrollados y emergentes depreciándose un 2.3% (DXY) en el mes. Con el inicio de septiembre, y tras datos de empleo nuevamente bajo las expectativas, el dólar comienza el mes con nuevas caídas depreciándose un 0.5%. En cuanto a las monedas emergentes, el mayor diferencial de tasas con respecto a EE.UU. producto de las expectativas de política monetaria más agresiva del Fed, ha sido el principal factor detrás de la debilidad global del dólar. Sin embargo, esta debilidad no sería sostenible dada la sobreestimación de recortes en EE.UU. por parte del mercado, por lo que esperamos cierta recuperación del dólar en el corto plazo a medida que se corrigen expectativas. En el mediano-largo plazo la trayectoria del dólar dependerá más del resultado eleccionario que de la política monetaria, por lo que se mantiene elevada la incertidumbre a largo plazo. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobreexposición en bonos corporativos IG y el UW en local markets, mientras que se lleva a OW los bonos corporativos HY.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | SEPTIEMBRE 2024

Monedas	Bench.	Agosto	Sept	OW/UW	Cambio
USD	57.5%	61.9%	61.9%	OW	4.4%
EUR	7.5%	6.8%	6.8%	UW	-0.7%
GBP	1.5%	1.4%	1.4%	UW	-0.2%
JPY	2.5%	1.8%	1.8%	UW	-0.7%
GEMs	31.0%	28.2%	28.2%	UW	-2.8%
	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 | AGOSTO 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%	2.2%	1.1%	1.0%	-0.6	1.5
Renta Fija	50%	50%	0%	1.9%	1.0%	1.0%	0.0	-1.3
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-7.9	
Oro	0%	0%	0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					2.06%	1.98%	-8.5	0.2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	14.0%	14.0%	0.0%	4.1%	0.57%	0.57%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	2.2%	0.02%	0.02%	0.0	
UK	3.0%	3.0%	0.0%	3.3%	0.10%	0.10%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	2.0%	0.34%	0.34%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	16.5%	1.5%	2.9%	0.43%	0.47%	1.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-0.4%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Japan	5.0%	4.0%	-1.0%	0.5%	0.02%	0.02%	1.7	
Desarrollados	59.0%	59.5%	0.5%	2.5%	1.47%	1.51%	2.7	
LatAm	5.0%	4.0%	-1.0%	2.6%	0.13%	0.10%	-0.4	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	0.8%	0.01%	0.00%	1.4	
China	10.0%	10.0%	0.0%	1.0%	0.10%	0.10%	0.0	
EM Asia ex China	20.0%	21.5%	1.5%	1.9%	0.38%	0.41%	-0.4	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	2.0%	0.10%	0.10%	0.0	
Emergentes	41.0%	40.5%	-0.5%	1.8%	0.72%	0.71%	0.6	
Equities					2.19%	2.22%	3.3	
Treasuries 2Y	5.9%	6.9%	1.0%	0.9%	0.05%	0.06%	-1.1	
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	1.0%	1.4%	0.17%	0.19%	-0.6	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	2.4%	0.17%	0.17%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.9%	0.53%	0.53%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	2.5%	-1.8%	2.1%	0.09%	0.05%	-0.2	
Deuda Desarrollados	60.1%	60.3%	0.2%	1.7%	1.04%	1.02%	-1.8	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	2.3%	0.25%	0.25%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	5.1%	1.8%	1.6%	0.05%	0.08%	-0.6	
EM Corporate HY	4.8%	3.8%	-1.0%	1.5%	0.07%	0.06%	0.4	
EM Local Markets	21.0%	20.0%	-1.0%	2.5%	0.53%	0.50%	-0.6	
Deuda Emergente	39.9%	39.7%	-0.2%	2.3%	0.91%	0.89%	-0.8	
Fixed Income					1.94%	1.92%	-2.6	

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

En agosto se redujo a *UW* la posición en acciones desde neutral, se neutralizó bonos desde *UW* y se mantuvo 5% en caja. Al cierre de agosto la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 2%, 8 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*.

Durante agosto a nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó pérdidas por la posición en caja, en un mes en que a pesar de la volatilidad *intraday*, subieron tanto acciones como bonos (ii) la selección de instrumentos fue marginalmente positiva: generó ganancias el largo US *Value* y corto Japón y Latam Small Cap. En bonos nos restó la posición larga en *treasuries* de 2 y 10 años, así como CEMBI IG.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.0%	5.0%	7.8%	13.5%	0.4%	4.8%	3.8%	5.2%	10.4%
Benchmark	2.1%	5.1%	8.1%	13.7%	-0.5%	4.0%	3.1%	3.9%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-8	-16	-24	-23	94	78	69	127	
Acciones	2.2%	5.6%	12.2%	18.8%	1.3%	8.1%	5.1%	4.1%	15.2%
Benchmark	2.2%	5.5%	12.5%	18.8%	1.3%	8.0%	4.9%	3.6%	15.1%
Europe ex UK	4.1%	3.0%	9.3%	16.5%	1.3%	7.4%	3.5%	3.2%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	2.2%	0.4%	5.2%	13.6%	-5.4%	6.5%	4.8%	7.1%	23.8%
UK	3.3%	5.8%	15.1%	22.0%	8.8%	8.7%	3.5%	4.8%	19.3%
US Large Cap Growth	2.0%	7.1%	23.4%	32.3%	8.7%	20.2%	16.6%	--	21.5%
US Large Cap Value	2.9%	7.9%	15.9%	22.0%	7.8%	10.4%	8.4%	--	16.6%
US Small Caps	-0.4%	5.8%	9.2%	17.0%	2.2%	10.5%	8.7%	9.2%	23.7%
Japan	0.5%	5.4%	11.9%	17.5%	1.7%	6.0%	4.3%	2.2%	16.0%
Desarrollados	2.6%	6.6%	16.7%	24.4%	6.9%	13.1%	9.6%	7.1%	18.6%
LatAm	2.6%	-2.7%	-12.6%	0.4%	3.6%	2.6%	-0.8%	7.5%	30.5%
LatAm Small Cap	0.8%	-8.9%	-18.7%	-11.5%	-6.0%	-3.2%	-4.4%	5.5%	33.6%
China	1.0%	-2.2%	4.4%	-2.8%	-13.6%	-3.4%	0.5%	6.8%	26.0%
EM Asia ex China	1.9%	10.7%	16.6%	28.9%	3.7%	12.8%	6.9%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	2.0%	5.8%	11.1%	19.1%	4.2%	14.0%	6.0%	9.5%	19.4%
EM Europe and Middle East	0.5%	7.7%	4.2%	8.8%	-9.6%	-3.0%	-4.3%	2.4%	19.9%
Emergentes	1.6%	5.9%	9.5%	15.1%	-3.2%	4.7%	2.4%	7.9%	18.6%
Renta fija	1.9%	4.7%	3.7%	8.7%	-2.2%	0.2%	1.3%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.9%	4.7%	3.8%	8.8%	-2.5%	-0.2%	0.9%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.9%	2.6%	3.1%	5.6%	0.5%	1.0%	1.1%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	1.4%	5.6%	2.3%	5.3%	-4.5%	-1.9%	0.7%	3.5%	8.2%
Treasuries 30Y	2.4%	8.1%	-0.1%	3.5%	-12.0%	-6.8%	-0.1%	4.2%	16.3%
US Tips	0.8%	3.4%	3.3%	6.2%	-1.3%	2.0%	2.1%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	1.9%	4.7%	3.4%	9.6%	-2.5%	0.4%	1.6%	4.4%	9.1%
Global Corporate HY	2.1%	4.6%	6.6%	13.3%	1.5%	3.9%	3.8%	6.9%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	1.7%	5.1%	2.8%	7.9%	-3.2%	0.0%			
EMBI	2.3%	4.9%	6.7%	13.4%	-1.7%	0.4%	2.9%	6.9%	11.6%
EM Corporate IG	1.6%	4.1%	5.4%	9.8%	-1.3%	1.0%	2.6%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.5%	4.2%	10.2%	16.0%	-0.8%	2.4%	4.2%	--	10.7%
EM Local Markets	2.5%	3.9%	2.9%	6.9%	-0.6%	1.0%	0.0%	--	9.6%
Deuda Emergentes [1]	2.3%	4.2%	4.9%	9.7%	-1.1%	0.0%			
Caja	0.5%	1.4%	3.6%	5.5%	3.4%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Oro	3.6%	7.0%	20.9%	29.4%	11.5%	10.5%	6.9%	10.1%	14.1%

* 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 aquellas expresadas en el presente informe.