

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Sept	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.5%	6.1%	10.5%	20.0%	2.4%	5.1%	4.3%	5.3%	10.4%
Benchmark	2.6%	6.5%	10.9%	20.5%	1.3%	4.4%	3.7%	4.0%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-16	-38	-42	-49	112	73	69	126	
Acciones	3.6%	7.1%	16.2%	27.7%	4.0%	8.4%	5.8%	4.2%	15.2%
Benchmark	3.6%	7.1%	16.5%	27.7%	3.8%	8.4%	5.7%	3.7%	15.1%
Renta Fija	1.7%	5.9%	5.5%	13.5%	-1.1%	0.6%	1.7%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.7%	5.9%	5.5%	13.6%	-1.4%	0.2%	1.4%	3.7%	6.5%
Caja	0.4%	1.4%	4.1%	5.5%	3.6%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Oro	4.6%	12.8%	26.5%	40.6%	14.7%	12.1%	8.0%	10.3%	14.2%

Resultados al 30 de septiembre de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Fed PIVOT: No hay plazo que no se cumpla .1

Asignación de activos3

Resultados TAACo Global Septiembre 2024.....17

Desempeño histórico....18

Fed PIVOT: No hay plazo que no se cumpla

El mes pasado, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) finalmente comenzó el esperado ciclo de recortes de la tasa de referencia (*Fed Funds Rate*), luego de 13 meses de haberla mantenido en su máximo de este ciclo restrictivo destinado a controlar la inflación, el que habría llegado a su fin. Los datos muestran que la inflación viene cediendo a un ritmo que da mayor tranquilidad al Fed, el que en adelante se estaría enfocando más en el empleo. Este banco central -a diferencia de la mayoría de los del resto del mundo- aparte de la estabilidad de los precios, tiene también el mandato de lo mismo para el empleo. En el comité de septiembre se redujo la tasa de referencia estadounidense en 50 pbs. a 5%. En adelante será determinante a qué ritmo y magnitud seguiría bajando.

Para la segunda economía más grande del mundo, China, destacó la *bazooca* de medidas de estímulo económico a través de diversas medidas destinadas a reactivar la actividad y también mejorar el sentimiento de mercado financiero.

Los mercados buscan dirección y han seguido muy sensibles a los registros económicos y ajustando precios/tasas rápidamente conforme se dan anuncios y se publican datos económicos. En el caso de los Estados Unidos, lo que hemos estado viendo en el último tiempo respecto de las tasas es ciclos de convergencias y divergencias entre las expectativas del mercado y del Fed, algo que se produce también esta vez. En el comité de septiembre el Fed publicó también el “dot plot”, gráfica que muestra los sets de tasas esperadas para lo que queda de este año y los próximos de parte de los miembros del comité. Éste refleja que el comité espera 2 recortes (de 25 pbs. cada uno) para lo que queda de 2024 y 4 más para 2025. Por su parte, el mercado se ajustó hacia bajas más agresivas: 3 más este año y llegar en 2025 a una tasa de referencia de 3% (5 cortes de 25 pbs. cada uno el próximo año). No obstante, en línea con datos recientes que indican aun fortaleza del mercado laboral, el mercado modera sus expectativas de recortes y tiende a alinearse con lo mostrado en el dot plot.

El *momentum* de mercado ha seguido alimentando el rally accionario y septiembre marcó el quinto mes seguido de alzas, desafiando la estacionalidad de un mes generalmente más débil para las bolsas. Ciertamente las valorizaciones en general lucen altas, pero existen sectores subclases accionarias y regiones rezagadas con potenciales de alza. China, luego de fuertes caídas durante más de un año “resucitó” a los anuncios más concretos de medidas de estímulo y se puso

Fed comienza ciclo de recortes y en adelante se enfocará en el empleo

Destaca paquete de estímulos económicos chino

Mercados siguen sensibles a datos económicos y tras registros de empleo se alinean con el “dot plot”

Septiembre marca quinto mes de alzas consecutivo, desafiando la estacionalidad

al día al punto de registrar un aumento de más de 20% durante septiembre (MSCI medido por ETF indexado).

Comienza el último trimestre del año, y no está exento de eventos y factores que podrían generar volatilidad:

1. Elecciones presidenciales y legislativas estadounidenses el 5 de noviembre próximo cuyos resultados probablemente serán ajustados y donde serán determinantes los “*swing states*” (aquellos cuya tendencia entre Demócrata y Republicano ha sido variable en el tiempo). Han bajado significativamente las probabilidades de ver un *sweep* republicano o demócrata (presidencia y *House of Representatives* (cámara baja) y Senado con mayoría del mismo partido), pero aún el resultado es altamente incierto
2. Los resultados corporativos al tercer trimestre que confirmarían (o no) que los fundamentos de las empresas se mantienen robustos y que se desconcentran las sorpresas positivas desde los sectores ligados a tecnología y la revolución digital/inteligencia artificial hacia el resto de la economía
3. Inestabilidad geopolítica

Dado lo anterior, a pesar que la volatilidad y los fuertes movimientos intra-período podrían continuar para lo que resta de 2024 (i) se mantendría el soporte fundamental que tienen las acciones, (ii) los indicadores de actividad confirman un aterrizaje suave o *soft landing*, (iii) en ciertos sectores, regiones y estilos de renta variable, las valorizaciones son justas o atractivas y, (iv) aunque aún se ven flujos robustos a *money markets*, es de esperar que esa “muralla” de liquidez eventualmente rote a activos de más riesgo conforme las tasas de interés vayan bajando. De ahí que se favorece una postura neutral en acciones y en renta fija con una óptica de horizonte de 3 meses hacia el fin de 2024.

Fuentes de volatilidad en el 4Q

Elecciones presidenciales y legislativas EE.UU.

Resultados corporativos tercer trimestre

Riesgo geopolítico

(i) Soporte acciones, (ii) *soft landing*, (iii) rotación y (iv) flujos desde *money market* a activos de riesgo

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | OCTUBRE 2024

TAACo Global	Bench.	Sept	Oct	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Renta Fija	50%	50%	50%	N		
Caja		5%		N	-5.0%	-
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%	15.0%	N	-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%	58.0%	UW	-1.0%	-
LatAm	5.0%	5.0%	6.5%	OW	1.5%	+
LatAm Small Cap	1.0%		0.5%	UW	-0.5%	+
China	10.0%	10.0%	10.0%	N		
EM Asia ex China	20.0%	21.5%	20.0%	N	-1.5%	-
EM Asia Small Cap	5.0%	4.0%	5.0%	N	1.0%	+
Mercados emergentes	41.0%	40.5%	42.0%	OW	1.0%	+
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	5.9%	5.9%	5.9%	N		
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	12.4%	N	-1.0%	-
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	6.5%	UW	-0.7%	-
US Tips	2.8%		0.7%	UW	-2.1%	+
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N		
Deuda desarrollados	60.1%	58.3%	57.3%	UW	-2.8%	-
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		
EM Corporate IG	3.3%	4.7%	4.7%	OW	1.4%	
EM Corporate HY	4.8%	6.2%	6.2%	OW	1.4%	
EM Local Markets	21.0%	20.0%	21.0%	N		1.0% +
Deuda emergente	39.9%	41.7%	42.7%	OW	2.8%	+
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutral acciones y bonos

Neutral Europa y EE.UU.: se neutraliza US Large Cap Value desde OW

UW Japón

LatAm se lleva a OW desde neutral

Neutral China, se neutraliza Asia EM ex. China desde OW

En renta fija: se neutraliza duración (al eliminar la caja)

Se neutraliza OW en treasuries 10 años, se lleva a UW 30 años

Disminuye UW TIPS

Neutral Global Corporate IG y HY

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

RENTA VARIABLE

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

La economía se sigue estancada y el *momentum* económico es más bien negativo. Los datos económicos reportan bajo lo esperado: las ventas minoristas decepcionan, la confianza del consumidor e inversionistas son negativas y la producción industrial sigue contrayéndose. Las perspectivas son débiles, el PMI de manufacturas se hunde a 45 pts. en septiembre, 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. Dentro de la región, la única excepción es España, donde los PMIs se ubican sobre 50 pts. y sorprenden al alza.

Por el lado monetario, la inflación de septiembre en la Eurozona bajó a 1.8% anual desde 2.2% (2.7% el registro subyacente). Ante la desaceleración económica y de la inflación, en su reunión de septiembre el Banco Central Europeo

(BCE) recortó en 25 puntos base (pbs.) la tasa de facilidad de depósito. Para este año el mercado espera 2 recortes adicionales y 4 en 2025. Como referencia, en los últimos 30 días la curva de tasas de interés soberana de Alemania se empinó, con caídas en la parte corta de la curva y subidas en la larga. Así, al 8 de octubre la tasa del Bund alemán a 2 años bajó 5 pbs. hasta casi 2.10% y la de 10 años subió 10 pbs. hasta 2.25%.

El recorte de tasas de interés se espera que estimule la deprimida demanda interna y pueda dar impulso a las acciones de la región. Las acciones de la Eurozona representan ~12% de las acciones globales. A nivel de países, Francia es la principal posición, seguida por Alemania. Ambos países se podrían ver beneficiados por los inéditos paquetes de estímulos anunciados en China. En el caso de Francia, por la alta exposición sectorial a consumo discrecional, mientras que en Alemania tiene una fuerte relación comercial con el gigante asiático a través del sector industrial.

Para este año se estima un crecimiento de las utilidades de 6.6% (corregido a la baja en el último mes) y de 10.3% para el próximo (estimaciones de Factset), ambos 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).

En otro mes volátil, las acciones europeas tuvieron un desempeño positivo en septiembre, menor que pares globales (USD 1.8% Stoxx 50 vs. 2.2% ACWI), y se mantiene el rezago de corto y largo plazo respecto a desarrollados. Al finalizar septiembre los estímulos en China dieron un impulso a las acciones europeas, principalmente a las más rezagadas como las alemanas.

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 25% respecto al promedio de 5 años, superior al 15% de descuento histórico.

A pesar de la debilidad en los flujos y el deterioro en las perspectivas económicas, dados los estímulos en China, 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

La economía no ha logrado recuperar la tendencia de crecimiento previa a la pandemia. Y a pesar de las positivas perspectivas (PMIs de manufacturas y servicios llevan 5 y 11 meses respectivamente sobre 50 pts.), el *momentum* económico se deteriora.

La sorpresa económica se torna negativa. La fortaleza del consumo no logra dar vuelta la confianza y la producción industrial decepciona. 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 agosto la inflación se ubicó en 2.2% interanual, pero la medida subyacente aumentó de 3.3% a 3.6%. Dado esto, el Banco de Inglaterra decidió mantener la tasa de referencia en su reunión de septiembre en 5.00%. El mercado internaliza entre uno a dos recortes de tasa más para este año, con la curva de tasas mostrando un empinamiento en el último mes. 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% de las globales (MSCI ACWI) y en septiembre el FTSE100 subió USD 0.5%. bajo pares desarrollados, manteniendo un desempeño inferior a éstos 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), donde el sector tecnológico tiene una representación acotada – 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. 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 12.3 veces, bajo el promedio a 5 años, y con un descuento del 13% 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 tendrían una contracción de 1% 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 7.7%, pero aún bajo pares desarrollados. En línea con el débil *momentum* de utilidades, se han observado salidas netas de flujos a fondos e ETFs del país tanto en el último mes como en lo corrido del año (EPFR).

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. 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 neutraliza *Value* desde *OW*

Avanza la carrera presidencial y falta menos de un mes para las elecciones. Siendo históricamente octubre un mes en que aumenta la volatilidad. El debate entre Trump y Harris, entregó una ventaja a ésta última, no obstante, se ha revertido y el promedio de las encuestas da una leve ventaja a Trump (51% de apoyo según RealClear Politics vs. 49% a Harris). De esta forma, será determinante el resultado en los *swing states*.

Por el lado económico, la sorpresa revierte la tendencia y vuelve a ser positiva y al alza. Han sorprendido no solo datos de consumo, sino también del mercado laboral que se mantiene resiliente. En septiembre se crearon 254 mil nuevos puestos de trabajo (sobre los 150 mil esperados) y se corrigió al alza el dato de los últimos 2 meses, volviendo a traer el escenario de *soft landing* como caso base, incluso con una parte del mercado planteándose un *no landing*.

Por su parte, la inflación ha continuado cediendo (2.5% en agosto vs. 2.9% en julio) lo que ha dado espacio al Fed para comenzar el ciclo de recortes de tasa de interés. Así, en la reunión de septiembre la entidad sorprendió al bajar en forma agresiva 50 pbs. cuando el mercado esperaba una baja de 25 básicos, proyectando dos bajas adicionales en lo restante del año (así serían 100 pbs. de recorte este año). Además, el Fed actualizó sus proyecciones, corrigiendo a la baja el crecimiento del PIB para este año desde 2.1% a 2%, elevando la tasa de desempleo desde 4% a 4.4% y reduciendo la inflación PCE subyacente desde 2.8% a 2.6% anual. Por su parte, el mercado internalizó que los recortes serían aún más agresivos, totalizando 5 este año y 5 el próximo; no obstante, los recientes datos que dan cuenta de la fortaleza del

mercado laboral y dinamismo económico moderan las expectativas. Actualmente el mercado se alinea con el Fed con 2 recortes adicionales en 2024 y 4 en 2025. Así, la curva de bonos del Tesoro se ha mantenido con pendiente positiva en el tramo 2-10 años. Al 8 de octubre la tasa a 10 años se ubica en 4.04% (subida de 33 pbs. en el último mes) y la de 2 años alcanza 4.00% (subida de 35 pbs.).

En septiembre las acciones del S&P500 desafiaron la estacionalidad y subieron 2%, completando 5 meses al alza. El Nasdaq recuperó el liderazgo subiendo 2.5% y la rotación desde acciones estilo *growth* a *value* y *small cap* se frena. Las acciones americanas han recuperado la confianza y las entradas de flujos se aceleraron en la semana de recortes de tasas a mediados de septiembre.

Por el lado corporativo, está comenzando la temporada de resultados del tercer trimestre. Para el S&P500 se espera un crecimiento de utilidades de 4.2% interanual (Factset), desacelerándose respecto al trimestre previo (cerca de 10%) y corrigiéndose la estimación a la baja en los últimos meses. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 10% y cerca de 15% el próximo, ambos estimados corrigiéndose a la baja en el último mes, pero superando a pares desarrollados.

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 sobre promedios históricos, al igual que la razón de acciones tipo *growth* y *value*. 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.

A pesar de un inicio de recorte de tasas más agresivo de lo esperado, amplia liquidez y fortaleza económica, debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, elevada volatilidad de las tasas de interés y acciones, y la proximidad de las elecciones se decide mantener **cautela en las acciones americanas con neutral en *growth*, *value* y *small cap*.**

JAPÓN: Se mantiene *underweight*

Shigeru Ishiba fue elegido por el Partido Liberal Democrático (PLD) como el nuevo primer ministro de Japón, llamando a elecciones legislativas anticipadas para el 27 de octubre con el fin de legitimar su cargo.

El ex ministro de defensa ha declarado que el país no está preparado para nuevas alzas de tasas, lo que ha inyectado volatilidad no solo al yen sino también a las acciones. El Banco de Japón mantuvo en 0.25% la tasa de referencia en su reunión de septiembre en base a una inflación que se movió entre 2.5%-3% anual y una economía que se muestra débil, principalmente desde el lado industrial. El mercado no internaliza nuevas alzas hasta al menos enero o marzo de 2025.

La sorpresa económica se ha tornado negativa. El PIB del segundo trimestre se corrigió a la baja desde 3.2% a 2.9% trimestral anualizado, la producción industrial ha decepcionado -principalmente por condiciones climáticas que llevaron al cierre temporal de plantas automotrices-. En contraste, la apreciación del yen (8.5% en tres meses) ha ayudado a impulsar el consumo doméstico y contrarrestar posibles efectos secundarios de la inflación derivada por el aumento de los salarios.

En cuanto al mercado accionario, el Nikkei 225 subió apenas USD 0.2% en septiembre, quedando rezagado respecto a pares desarrollados. Respecto 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 8.4%. En el último mes se han observado salidas netas al principal ETF del país.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones, fortaleza del sector corporativo, reformas estructurales en curso y el círculo virtuoso que viene 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. En este escenario se opta por una **postura de cautela manteniendo la exposición de acciones japonesas en *underweight***.

SE LLEVA A OW ACCIONES EMERGENTES DESDE UW: neutral China y Asia EM ex China, OW LatAm Large Cap y UW Small cap

Tras la bazuca china, datos de empleo más fuertes que lo esperado en EE.UU. y el inicio de recortes del Fed más agresivo de lo esperado, se consolida a nivel global un escenario de *soft landing* que suele favorecer a acciones de países emergentes. Por otro lado, las bajas de tasas del Fed sin recesión también dan un impulso a los *commodities*, exportados principalmente por países emergentes. De esta manera, se opta -de cara al último trimestre del año- por subir la exposición a acciones emergentes, a través de una sobreexposición en LatAm, cuyo principal socio comercial es China. Por otro lado, se cierra el OW en Asia EM ex China, pensando en la correlación de algunos países con el mercado estadounidense, que puede llevar a que se queden atrás. Por último, se mantiene la posición neutral en China, ya que luego del positivo desempeño de sus mercados en septiembre, octubre podría traer correcciones y la recuperación es un proceso lento y frágil.

AMÉRICA LATINA: Se lleva Large Cap a OW y se mantiene la subexposición en Small Cap

En septiembre, la región quedó atrás y el mercado accionario latinoamericano logró una rentabilidad de apenas USD 0.1%. Esto, incidido principalmente por Brasil, que rentó -0.8% en US. De todas maneras, de cara al final del mes el paquete de estímulos chino le dio un impulso al mercado latinoamericano, pero que de todas formas puede seguir empujando las acciones de la región. Por el lado de las acciones de menor tamaño, si bien tuvieron un mejor desempeño en septiembre, rentaron menos que el *benchmark* y de cara a octubre, el sesgo para las tasas es más al alza que a la baja, en una región en que el Banco Central de Brasil comenzó a subir tasas y no se vuelve a reunir hasta noviembre. De esta manera, se toma un OW en acciones latinoamericanas, mientras que se mantiene el UW en Small Cap en un mes que a nivel global continuará con alta volatilidad de cara a las elecciones de EE.UU.

En **Brasil**, el último mes estuvo cargado de noticias macro y políticas que no se tienen frecuentemente. En primer lugar, Moody's mejoró la calificación crediticia de Brasil y lo dejó a un paso del grado de inversión, manteniendo las perspectivas positivas. El informe reconoce una política fiscal moderada y destaca el sólido crecimiento económico, lo que permitirá que la deuda se estabilice en el mediano plazo en niveles relativamente altos. Este movimiento era inesperado y le dio un respiro al mercado y a cómo perciben los inversionistas al gigante latinoamericano. Por otro lado, hubo elecciones municipales, que, sin muchas sorpresas, le dieron un amplio triunfo a la centroderecha, tal como era esperado. Si bien estos resultados no definirían quién será electo presidente en las elecciones de 2026, suelen dar señales de cómo serán los resultados de la porción del congreso que se elige en esa fecha. Por el lado macro, el *momentum* sigue positivo y los indicadores líderes PMI de septiembre se ubican en amplio terreno expansivo y tanto el de servicios (55.8 pts.) como el de manufacturas (53.2 pts.) se aceleran. Esto conversa con una economía que crece a ritmo acelerado, en tanto el mercado proyecta que este año el PIB se expanda 3.0% y 1.9% en 2025 (Focus). Por el lado de la inflación, el registro quincenal de la primera mitad de septiembre mostró que se sigue acercando a la meta, ubicándose en 4.1% anual. Sin embargo, el Banco Central en su última reunión adoptó un tomo más *hawkish*, con expectativas de inflación que se encuentran desancladas en el mediano plazo, y sobre la meta de la autoridad monetaria de 3.0%. Así, el COPOM no solo subió la tasa Selic en su reunión de septiembre en 25 pbs. hasta 10.75%, en línea con lo esperado por el mercado, sino que lo hizo de manera unánime y dio un mensaje de riesgos de inflación sesgados al alza. De esta manera, el mercado

prevé que la tasa Selic terminará el año en 11.75%, lo que se compara con 11.25% esperado hace 4 semanas. Esto llevó a que las tasas de interés en Brasil subieran y se desacoplaran de las globales, lo que históricamente impacta negativamente al mercado accionario. Sin embargo, en la medida que las expectativas de inflación se anclen, se espera que el Banco Central no acelere su ritmo de recortes y quite presión sobre las tasas, permitiendo que las acciones se acoplen al resto de la región y el mundo, pero con mejores fundamentos macroeconómicos. Por su parte, las valorizaciones del mercado accionario lucen algo menos descontadas con respecto a sus promedios de 5 años, pero comparando con 10 años la razón P/U *fwd.* se ubica en torno a 0.5 desviaciones estándar bajo dicha métrica. Si bien no se ven entradas consistentes de flujos de inversión, en el último mes observan entradas por 0.2% del AUM al conjunto de ETFs. Para 2025, se proyectan utilidades que crecerán ~18%, corrigiéndose al alza en el último mes. De esta manera, la economía brasileña sigue sólida y la percepción de inversionistas globales mejora. Además, el escenario global de *soft landing*, fortaleza de los *commodities* y debilidad del dólar suelen favorecer a las acciones brasileñas. Así, se decide **augmentar el OW en Brasil**.

En **México**, las señales económicas son diversas; por un lado la actividad económica de julio sorprendió y subió 3.8% anual. Sin embargo, datos de meses más recientes como los IMEF de manufacturas y no manufacturero se ubicaron ambos en septiembre en terreno marginalmente contractivo, destacando este último que solía ser el motor de la economía local. De lo contrario, las remesas de agosto subieron y sorprendieron, ubicándose sobre los USD 6 mil millones, pero asociado a la depreciación del peso mexicano. La inflación de la primera quincena de septiembre dio luces de esperanza y mostró que tanto el registro total como el subyacente siguieron a la baja (4.66% y 3.95% anual respectivamente), sin embargo, la inflación de servicios sigue alta y sobre 5% en doce meses. Aun así, el Banco Central continuó recortando las tasas en su última reunión en la misma magnitud (25 pbs.) y la llevó a 10.50%, esta vez a diferencia de la reunión anterior, solo con un disidente (Jonathan Heath). La minuta se publicará pronto y dará luces respecto de cuán cautelosa está la Junta de Gobierno respecto de los siguientes recortes y una eventual probabilidad de acelerarlos. A pesar del desempeño marginalmente positivo del mercado accionario mexicano en septiembre, las valorizaciones continúan descontadas y la razón P/U *fwd.* transa ~0.7 desv. est. bajo el promedio de 5 años. Aun cuando el crecimiento económico proyectado tanto para este año como para el próximo se ubica ~1.5%, las proyecciones de utilidades se mantienen fuertes y se espera un crecimiento de ~20% para este año y 15% para el próximo. En el último mes, se observan entradas de flujos de inversión al conjunto de ETFs por ~1.6% del AUM. Parte de esto podría ser debido a que lo peor de la política ya pasó, con la aprobación de la reforma judicial y la eventual pérdida de institucionalidad, el mercado está atento a las primeras señales del nuevo gobierno de Claudia Sheinbaum. Uno de los riesgos al que es particularmente vulnerable el mercado mexicano son las elecciones presidenciales de EE.UU. La economía mexicana depende intrínsecamente de la estadounidense, y si bien un triunfo de Trump podría ser más disruptivo en el corto plazo, pondría más límites al margen de maniobra del gobierno, que además cuenta con una mayoría significativa en el Congreso. La presidenta Sheinbaum asumió el 1 de octubre, con un discurso algo más conciliador y a pesar de dejar en claro que será un gobierno de continuidad de AMLO, destacó la importancia de la inversión privada, las inversiones extranjeras, el crecimiento, las libertades, la independencia de la política monetaria, entre otros. Por otro lado, el gobierno entrante deberá presentar el presupuesto de 2025 en noviembre y la presidenta se ha comprometido en disminuir el déficit fiscal de cara al próximo año. Lo que se ingrese al Congreso será determinante para evaluar el grado del compromiso con la responsabilidad fiscal y permitirá -al menos- retrasar la revisión a la baja en la calificación crediticia del país. Así, a pesar de que las perspectivas macro empeoran, y vendrán nuevos eventos que añadirán incertidumbre al mercado mexicano, lo peor ya habría pasado y la nueva presidenta podría lograr calmar las aguas. De esta manera, y junto con valorizaciones atractivas, se decide **disminuir la subexposición al mercado accionario mexicano**.

En **Chile**, el mercado logró anotar un rendimiento positivo y el IPSA subió 0.5% en pesos chilenos, junto con una moneda que se apreció 1.3% en el mes. El peso chileno estuvo sujeto a una volatilidad significativa durante septiembre, que

comenzó con la reunión de política monetaria en la que se decidió recortar la tasa en 25 pbs., en línea con lo esperado por el mercado, pero con un comunicado bastante más expansivo que las expectativas, llevando a los precios a internalizar recortes en las siguientes 5 reuniones. Según dichos del consejo, el recorte del Fed de 50 pbs. estaba dentro de su escenario base, lo que los deja tranquilos para continuar en su ciclo de recortes. Por el lado de crecimiento, las cifras han estado difíciles de proyectar debido a la persistencia de factores transitorios. Sin embargo, de cara al cuarto trimestre, debido a la mayor cantidad de días hábiles el crecimiento económico de este año estaría en torno a 2.4%. Las menores presiones de demanda interna llevaron a que el Banco Central prevea que la inflación va a llegar a la meta antes de lo previamente esperado. Por otro lado, el paquete de estímulos de China le da un impulso adicional tanto a la economía como al mercado accionario chileno, que antes de la pandemia solía mostrar elevada correlación con el chino. Por el lado de las valorizaciones, estas transan algo más ajustadas con respecto a su promedio de 5 años, sin embargo, continúan en torno a 1 desv. est. bajo su promedio de 10 años (P/U *fwd.*). Con respecto a los flujos, el conjunto de ETFs siguió percibiendo entradas netas en el último mes por ~2% del AUM. A fines de octubre comienza la temporada de reportes corporativos del tercer trimestre, y se espera que el consumo repuntando entregue sorpresas positivas en este periodo. Con respecto a la política, el foco sigue centrado en las elecciones regionales que se realizarán a fines de octubre, en las que se espera la centroderecha gane terreno a nivel de alcaldías y gobernaciones, lo que significaría un impulso adicional al mercado accionario en el corto plazo. De esta manera, en un mercado en que la economía se recupera, se espera una positiva temporada de reportes corporativos, se beneficia del impulso de China y con entradas de flujos, se decide **mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, el escenario político se torna algo más complejo, y el Presidente Gustavo Petro aprobó por decreto el presupuesto para 2025, ante un Congreso que se negó a aceptar los COP 523 billones. Esto elevó el ruido tanto fiscal como político y el mercado colombiano cayó 2.4% (en USD) en septiembre, exacerbado por un peso colombiano que se desacopló de la región y se depreció 0.6%. El monto del presupuesto incluye la eventual aprobación de la ley de financiamiento, que recaudaría COP 12 billones adicionales. Sin embargo, de aprobarse esta ley, sería solo una versión resumida, que con una alta probabilidad lograría recaudar menos de lo que espera el gobierno. De esta manera, se espera que durante el próximo año, el gobierno tenga que efectuar recortes de gasto para cumplir con la meta fiscal. En paralelo, la reforma laboral avanza en el Congreso y su eventual aprobación añadiría ruido al escenario político. Por el lado macro, la actividad económica volvió a crecer en julio un 3.7% anual y las proyecciones de crecimiento para este año se consolidan en torno a 2.0%. La inflación ha seguido a la baja y en septiembre anotó 5.8% anual. En este contexto, el Banco Central continuó con sus bajas de tasas, recortándola en 50 pbs. en línea con lo esperado, llevándola a 10.25%. De todas maneras, en su última reunión adoptó un tono algo más cauteloso, y el mercado ha revisado al alza las proyecciones que tiene para la tasa de referencia al cierre del año, hasta 8.75%. A nivel de mercado, sigue siendo el país de la región con mayor descuento en perspectiva histórica, pero se siguen observando salidas de flujos del principal ETF por ~11% del AUM en el último mes. Por el lado de las expectativas de crecimiento de utilidades, estas se han revisado a la baja tanto para este año como para el próximo, por lo que no se ve auspicioso el futuro a nivel corporativo. De esta forma, ante la ausencia de catalizadores y por mayores ruidos fiscales, pero valorizaciones descontadas **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, la actividad económica se expandió 4.5% anual en julio, sobre lo esperado por el mercado, y las proyecciones de crecimiento apuntan a alrededor de un 3% tanto este año como el próximo. La economía peruana tiene una serie de vientos a favor. En primer lugar, el precio de metales como el cobre y el oro, dos de las principales exportaciones de Perú ha subido de manera importante en lo corrido del año. Por otro lado, los retiros de los fondos de pensiones le entregan liquidez adicional a las personas, impulsando el consumo. Sin embargo, esta inyección de liquidez parece no haber tenido efectos importantes en la inflación, y en septiembre tanto la subyacente como la total se mantienen dentro del rango

meta. De esta manera, se espera que el Banco Central siga recortando tasas en su reunión de octubre y lleve la tasa a 5.00% (-25 pbs.), y repita el mismo movimiento en las dos reuniones restantes del año. Con respecto al mercado, las valorizaciones de las acciones peruanas siguen transando en torno a promedios históricos, presionadas por el buen desempeño de septiembre (USD 6.6%). Por su parte, se espera que las utilidades crezcan del orden de 38% este año y 9% el próximo, relativamente estable en los últimos meses. Sin embargo, continúan las salidas netas de flujos de inversión en el último mes del conjunto de ETFs. A nivel político, se firmó la reforma de pensiones que, entre otros aspectos, define una pensión mínima de 600 soles. A su vez, se posterga el inicio de la recaudación de impuestos a plataformas digitales, significando menor recaudación para el gobierno, que por segundo año consecutivo se espera incumpla la meta fiscal. De esta manera, a pesar de perspectivas macroeconómicas positivas, las valorizaciones se encuentran ajustadas y el riesgo fiscal latente, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina** la recuperación económica sigue siendo una incógnita, y parece ser cada vez más necesaria para que el gobierno pueda mantener un nivel de aprobación relativamente saludable. La actividad económica de julio logró un crecimiento de 1.7% mensual, y queda en evidencia que el segundo trimestre de este año habría sido el peor en cuanto a actividad. Por sectores, agricultura sigue siendo el que más crece, con una baja base de comparación del año pasado. De todas maneras, el mercado prevee una contracción económica ~3.8% para este año y una recuperación el próximo. Por el lado de los precios, la inflación sigue subiendo ~4% mensual. Para el resto del año esta se debería mantener avanzando entre 3% y 4% mensual. El gobierno ha afirmado que liberará el cepo cambiario cuando la inflación del programa económico sea igual a 0%; es decir, apunta a que la inflación mensual avance ~2.5% (inducida por controles de capitales). El mercado accionario continúa recibiendo entradas netas de flujos de inversión en el último mes, con valorizaciones que a pesar del rally siguen descontadas en perspectiva histórica. Como se comentó anteriormente, la aprobación del presidente ha bajado, y se encuentra ~40% según distintas encuestas. Sin embargo, este registro se considera relativamente alto, tomando en cuenta el tamaño del ajuste fiscal que ha llevado a cabo este gobierno. En este contexto, se anunció el presupuesto del próximo año, que a pesar de contar con algunos supuestos difíciles de cumplir, como una inflación de 18.3% anual al cierre del año y un crecimiento del PIB de 5.0%, reafirma el compromiso con la responsabilidad fiscal. Es así como el gobierno ha debido vetar algunos proyectos de ley que presionan las arcas fiscales, como es el caso de la reforma de pensiones y la ley de financiamiento universitario. Estos hechos le han costado varios puntos porcentuales en sus niveles de popularidad, así como se han desatado protestas y marchas, en la medida que se acerca 2025, un año de elecciones intermedias, en las que el partido del gobierno (La Libertad Avanza) espera ganar más escaños en el Congreso. Por último, la percepción de riesgo de Argentina, medida con los *Credit Default Swaps* (CDS), llegó a mínimos desde que asumió Milei, dando a entender que las medidas del gobierno han rendido frutos con respecto a cómo el mundo mira a Argentina. De esta manera, con mejores fundamentos, pero mayor ruido político, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones argentinas**.

CHINA: Se decide mantener la posición neutral

Históricamente, los anuncios de estímulos de parte del gobierno han tenido el poder de lograr un desempeño en los índices accionarios de ~30% en un par de días, y las decepciones han provocado caídas ~10% *intraday*. Esta ocasión parece no ser distinta.

El 24 de septiembre el Banco Popular de China (PBoC) anunció una serie de medidas que abarcan la (i) reducción de tasas, (ii) el sector inmobiliario y (iii) nuevas herramientas al mercado de valores dirigidas principalmente a la recompra de acciones listadas en CSI 300 (acciones A) por ~USD 114 bn. El conjunto de medidas -que no fueron o han sido implementadas en su totalidad aún- sorprendió al mercado tanto en la magnitud como en la dirección, generando un sentimiento positivo. Un par de días después se publicó una minuta del Politburó sobre temas macroeconómicos y otra

del State Council, que abordaron aristas relevantes para impulsar la economía como el empleo, los salarios y el consumo, dando otro impulso a los índices accionarios. De esta manera el MSCI China finalizó septiembre con un alza de USD 24% y los principales ETFs con un rendimiento incluso sobre 30% en lo corrido del año, superando la rentabilidad del S&P500 en el mismo plazo. No obstante, el optimismo cambió abruptamente y luego de la reapertura tras la *Golden week* -feriado nacional del 1 al 7 de octubre-, los inversionistas se decepcionaron con la falta de medidas concretas de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma de China (NDRC). De esta forma los principales ETFs cayeron ~11% en el día.

Continuando con el mercado, las valorizaciones de las acciones H continúan luciendo atractivas, aunque las acciones A se ven más ajustadas respecto al promedio de los 5 años en la razón P/U *fwd*. Por el lado de los flujos, se observan entradas al principal ETF durante el último mes, gatilladas por el mayor optimismo como respuesta al paquete de estímulos, que resultó en el desarme de posiciones cortas. Sin embargo, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja para el próximo año hasta 10.4%.

Por otro lado, durante la primera semana de octubre los mercados locales estuvieron cerrados por la *Golden week*. Las cifras preliminares de esta temporada estival dan señales de un mayor gasto en servicios, turismo y mejora en el sentimiento del mercado inmobiliario. Sin embargo, el debilitamiento económico continúa. Durante septiembre, el indicador PMI Caixin de manufacturas cayó a 49.3 pts. (vs 50.4 mes previo) y el de servicios cae a 50.4 pts., perdiendo el dinamismo de los meses previos. Por el lado de los precios, la inflación fue 0.6% anual en agosto, aunque se espera que suba luego del despegue del consumo en la semana dorada. Durante la reunión de septiembre se mantuvo la tasa de préstamo a 1 y 5 años en 3.35% y 3.85% respectivamente, aunque se espera que en la reunión de octubre éstas bajen en línea con las medias anunciadas en septiembre, además se recortó tasa *reverse repo* a 7 y 14 días.

Con respecto a las relaciones comerciales, se tensan con la UE tras la aprobación de los aranceles a vehículos eléctricos (EVs) de fabricación china. El gigante asiático estaría evaluando cómo responder. A su vez, las elecciones presidenciales estadounidenses y su proximidad podrían incrementar el ruido geopolítico durante octubre. Considerando el conjunto de factores; optimismo a la implementación de medidas, flujos que vuelven, pero la volatilidad del sentimiento de mercado, la posibilidad de una eventual corrección y relaciones internacionales tensas, **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se neutraliza desde OW y se lleva a neutral el UW Asia Small Cap

En octubre se decide neutralizar la posición en Asia EM ex China por distintas razones. En primer lugar, porque las primeras posiciones del índice como India, Corea del Sur y Taiwán pueden beneficiarse de la bazuca china menos que otros mercados emergentes. Por otro lado, las valorizaciones de algunos mercados lucen ajustadas y se han quedado rezagados, dada la menor correlación con el mercado chino. Respecto de las acciones de menor tamaño, el impulso cíclico las ha ayudado y comienzan los ciclos de recortes de tasas en la región, apoyando un mejor desempeño.

Durante septiembre, el *momentum* de las acciones **indias** se vio eclipsado por el paquete de medidas chinas y las acciones rentaron USD 2.2% en el mes, quedando rezagadas respecto a la región. Por otro lado, el regulador inició octubre publicando 6 puntos para limitar las operaciones de derivados y evitar una desestabilización del mercado, lo que podría incorporar volatilidad y ya ha afectado el sentimiento de los inversionistas locales donde el Sensex ha caído 3.4% en rupias durante la primera semana del mes. Sin embargo, es algo a monitorear, ya que el incremento del impuesto a las ganancias de capital no afectó el apetito por riesgo de los inversionistas locales. Por el lado macroeconómico, los índices PMI de manufacturas y servicios continúan en amplio terreno expansivo en septiembre (56.5 pts. y 58.9 pts. respectivamente), sin embargo, este mes marcó su cuarto registro consecutivo a la baja para manufacturas. Por el lado de los precios, la

inflación de agosto se aceleró hasta 3.7% interanual y se espera que la inflación termine el año en 4.5% por efecto base, aunque los precios actuales del petróleo podrían generar presiones inflacionarias. Pasando a política monetaria, el nuevo comité decidió mantener la tasa de referencia en 6.5%, la autoridad ha comunicado que no había que volverse complaciente por la caída de la inflación y centrarse en un alineamiento duradero de los precios. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan sobre su media de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que se observa pérdida de dinamismo por el lado de los flujos durante el último mes y el crecimiento de utilidades se corrigen al alza tanto para este y próximo año. En conjunto con; la dirección de datos mixtos, nueva regulación, pérdida de dinamismo en los flujos y un carácter defensivo de las acciones indias **se decide neutralizar las acciones indias desde *overweight***.

Las acciones **surcoreanas** retrocedieron USD 1.1% durante septiembre y el mercado no logra traccionar pese al positivo desempeño de la industria de semiconductores y la proyección de crecimiento de utilidades ~ 103% para este año y ~25% para el próximo. Por otro lado, las valorizaciones de las acciones lucen atractivas y transan con descuento en la razón P/U *fwd.* respecto a su historia, sin embargo, los flujos se mantienen planos durante el último mes. Por otra parte, Samsung, la principal empresa del índice MSCI del país, comenzará a recortar su fuerza laboral en sus instalaciones en países del Sudeste Asiático, y aunque no se esperan despidos en Corea, esto eleva la preocupación sobre la salud financiera de la empresa, ya que ya habrían realizados despidos en India y LatAm. El *momentum* económico ha perdido dinamismo y índice PMI de manufacturas cayó a 48.3 pts. durante septiembre, registrando la mayor caída desde junio de 2023, mientras que las exportaciones y la producción industrial de agosto se desaceleraron respecto al mes previo. Por el lado de los precios, la inflación continúa desacelerándose en septiembre, alcanzando 1.6% anual, dando paso a que el Banco Central comience el recorte de tasas en la reunión de política monetaria de este mes, cuando ha mantenido la tasa en 3.5% desde enero de 2023. En el contexto de pérdida de dinamismo macroeconómico, un mercado accionario que no tracciona, flujos planos y el impacto que podrían tener las noticias de Samsung en el sentimiento del inversionista, **se decide neutralizar las acciones surcoreanas desde *overweight***.

Taiwán se ha visto afectado por el cambio climático, como el tifón Krathon, que impactó a la isla a inicios del mes causando el cierre de colegios, el mercado bursátil y alarmando sobre la interrupción en la producción de semiconductores y la actividad en general. Por otro lado, el índice PMI de manufacturas en septiembre registró 50.8 pts., registro que cae desde junio y las exportaciones del mismo mes decepcionan (4.5% anual vs 10.9%E). Por el lado de los precios, la inflación fue 1.8% anual en septiembre. El Banco Central proyecta que la inflación terminará en 2.2% y 1.9% para el próximo año. De esta forma, la autoridad monetaria decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 2.0% durante la reunión trimestral en septiembre, aunque comunicando que debe monitorear la evolución de la inflación, condiciones climáticas extremas, la desaceleración económica y riesgos geopolíticos. Por el lado del mercado, las acciones taiwanesas subieron USD 0.7% en septiembre, quedando rezagadas. Por otro lado, vuelven los flujos al principal ETF por 2% de AUM durante el último mes, pese a valorizaciones que lucen caras, tranzando sobre su promedio histórico en la razón P/U *fwd.* y proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para el próximo año. De esta forma la combinación de factores como una economía que pierde dinamismo, ciclo monetario contractivo, valorizaciones ajustadas, pero flujos que vuelven y el respaldo de semiconductores, se decide **mantener la posición neutral las acciones de Taiwán**.

En **Indonesia**, se espera que aumente la volatilidad durante octubre, ya que el 20 del mes Prabowo iniciará su mandato como presidente. Los anuncios de políticas, como aumento de gasto, han alarmado al mercado, enfocándose en la selección de los miembros del gabinete y en especial del ministro de finanzas. Por el lado económico, el índice PMI de septiembre se ubica por tercer mes consecutivo en terreno contractivo (49.2 pts.) En tanto la inflación continúa desacelerándose (1.8% anual en septiembre), además de proyecciones para este y el próximo año de ésta, se mantenga estable dentro del rango objetivo del Banco Central, dando paso al inicio de recortes, llevando a que la

autoridad monetaria bajara la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 6.0%. Por el lado del mercado, las acciones indonesias avanzaron USD 1.9% en septiembre. Las valorizaciones de las acciones lucen atractivas y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para el próximo año, aunque con leve salida de flujos del conjunto de ETFs durante el último mes. En el contexto de aumento de riesgo político, datos económicos mixtos, pero valorizaciones atractivas y salida de flujos, **se decide llevar a *underweight* las acciones indonesias desde neutral**. Por otro lado, las acciones **tailandesas** rentaron USD 12.2% en septiembre, continuando con el *momentum* accionario. Por el lado político, luego de la destitución del primer ministro en agosto, la nueva primera ministra ha aumentado su aprobación popular. Por el lado macroeconómico, el PMI de manufacturas ha caído desde julio hasta registrar 50.4 pts. en septiembre, mientras la producción industrial de agosto se contrae 1.9% anual. Por el lado de los precios, su avance se mantiene cercano a cero (0.6% anual septiembre) durante los últimos diecisiete meses. De esta forma, el mercado espera que el Banco Central inicie recortes de tasas para impulsar la economía, ya que la tasa de referencia se mantiene sin cambios en 2.5% desde septiembre del año pasado. Por el lado del mercado, Google invertirá USD 1 bn en data centers, lo que podría mantener el *momentum* en las acciones, ya que las valorizaciones de estas lucen atractivas y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para el próximo año. Aun así, se observan salida de flujos por 19% del AUM del principal ETF del país durante el último mes. De este modo, dado el *momentum* accionario, valorizaciones atractivas, pero salida de flujos y datos económicos deteriorados se decide **mantener neutrales 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.

La economía **sudafricana** parece plasmar el *momentum* post elecciones en los indicadores económicos, el PMI mejora por segundo mes consecutivo (51 pts.) durante septiembre, con inflación que mantiene su senda de desaceleración (4.4%) y el Banco Central inició la reducción de tasas (25 pbs. hasta 8.0%). Por otro lado, las autoridades están buscando inversión privada para solucionar problemas logísticos, ya que la Tesorería Nacional ha comunicado que no se entregan nuevos fondos. A fin de mes se publicará el presupuesto fiscal de mediano plazo y podría afectar el sentimiento del mercado. Por el lado accionario, durante septiembre las acciones sudafricanas rentaron USD 6.0% y el rand se apreció 3.2% respecto al dólar. Por otro lado, las valorizaciones de las acciones lucen ajustadas, transando sobre su promedio histórico a 5 años en la razón P/U *fwd.*, flujos que pierden dinamismo durante los últimos tres meses y proyección de utilidades que se corrigen a la baja para el próximo año. En el contexto de una política interna con buen *momentum*, datos económicos que mejoran, pero valorizaciones ajustadas y sin flujos, se **decide mantener neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** cayeron USD 1.6% en septiembre, mientras que la lira turca se depreció 0.4% respecto al dólar el mismo mes. Por el lado de las valorizaciones, las acciones lucen caras y se observan salida de flujos desde el principal ETF del país por 17% de AUM durante el último mes. Aunque el crecimiento de utilidades se corrige al alza para el próximo año, el *momentum* económico exhibe deterioro y el índice PMI de manufacturas cayó a 44.3 pts. durante septiembre. Aunque los precios continúan desacelerándose (49.4% anual en septiembre), se espera que el Banco Central mantenga la tasa de referencia (50.0%) durante la reunión de octubre. Debido a la debilidad macroeconómica y valorizaciones más ajustadas, pero un mercado accionario utilizado como refugio ante la alta inflación, se decide **mantener neutral las acciones turcas**.

Finalmente, recordemos que **Arabia Saudita** es una economía que depende del petróleo y en este contexto, hace pocas semanas las autoridades anunciaron el inicio de la normalización de su producción, que es positivo para la economía, ya que ha afectado el crecimiento económico, la inversión e incluso el desarrollo de la Visión 2030 (proyecto de

diversificación económica), pero la mayor producción presiona los precios del petróleo a la baja. Por otro lado, se han incrementado las tensiones en Medio Oriente, aumentando el precio del petróleo y aumentando la volatilidad de los precios, con factores que generan efectos divergentes en el precio del crudo. Por el lado económico, el PMI manufacturero se mantiene en terreno expansivo (56.3 pts.) en septiembre, mientras que luego del inicio de recortes por parte del Fed, el Banco Central saudí inició el recorte de tasa en 50 pbs. hasta 5.5% para mantener el tipo de cambio fijo. Por el lado accionario, las acciones rentaron USD 0.9% en septiembre y las valorizaciones lucen atractivas, aunque durante el último mes se observan salida de flujos desde el conjunto de ETFs. 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 disminuye el UW en TIPS

Tras su reunión de septiembre, el Fed finalmente realizó ajustes a la política monetaria y dio inicio al ciclo de recortes de tasas, al recortar en 50 pbs. y dejar la tasa de referencia en 5%. Por su parte, si bien la dirección de la política monetaria no fue una sorpresa para nadie, la magnitud del movimiento si sorprendió a un mercado que se encontraba dividido entre un recorte de 25 o 50 pbs. Por otro lado, el Fed también ajustó sus proyecciones y la mediana del *dot-plot* aumentó a 4 recortes de tasa este año (1 recorte en junio) y 4 adicionales el próximo, de igual manera el comité ajustó a la baja sus estimaciones inflacionarias y al alza sus expectativas de desempleo, en línea con la desaceleración del mercado laboral.

Con la llegada de octubre, termina el *rally* de la renta fija y los primeros días del mes se inicia un *sell off* de *treasuries* luego de que el mercado laboral mostrara nuevamente señales de fortaleza con una tasa de desempleo que cae a 4.1% y una creación de empleo que supera las expectativas. En cuanto a la inflación, continúa en un segundo plano, y los últimos registros muestran una desaceleración en línea con las expectativas, de manera que la medida *headline* se encuentra en 2.5% y se espera que se desacelere a 2.3% interanual en septiembre. Es así que, estas últimas semanas el mercado ha moderado las expectativas de recortes para las siguientes reuniones, pasando de 3 recortes esperados adicionales a 2, igualando las estimaciones del *dot-plot*. En línea con ello, las tasas reaccionaron con alzas pronunciadas a través de la curva, pero más pronunciadas en la parte corta, de manera que la tasa del tesoro de 2 años sube a 3.96% y la tasa de 10 años alcanza nuevamente 4.03%.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- vuelve a aumentar los primeros días del mes y alcanzando 124 pts., nivel relativamente. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan al alza a 1.96% y 2.26% respectivamente, luego de alcanzar niveles mínimos de este ciclo producto de las menores preocupaciones inflacionarias, igualmente expectativas inflacionarias se mantienen ancladas a la meta. Es así que, desde septiembre observábamos cierta sobre-reacción por parte del mercado, que internalizaba en forma agresiva 5 recortes de tasas este año, lo que nos llevó a tomar una posición corta en duración a inicios del mes dentro de la cartera de *treasuries*. En octubre, tras los datos del empleo, el mercado modera sus estimados, alineándose a nuestro escenario base de *soft landing*, donde el Fed recortaría 25 pbs. en las últimas dos reuniones del año. **Dado lo anterior, este mes se mantiene una duración neutral en la cartera total, con un sesgo corto en *treasuries*, manteniendo el neutral en *treasuries* de 2 años, neutralizando el OW en *treasuries* de 10 años y tomando un UW táctico en *treasuries* de 30 años, mientras que se modera el UW en TIPS.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

Con respecto a la deuda desarrollada, tras el inicio de los recortes de tasas en EE.UU. la política monetaria de los principales países desarrollados vuelve a alinearse hacia una flexibilización monetaria para evitar un mayor enfriamiento

de la economía. En línea con lo anterior, tanto el Banco de la Reserva Federal como el Banco Central Europeo han adoptado una postura más “*dovish*” en cuanto a la política monetaria, impulsando así las tasas a la baja y los retornos de los activos de renta fija. Sin embargo, si bien la dirección de los movimientos de ambos bancos centrales es clara, 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, si bien el recorte del Fed le entrega más espacio al BCE para ser más agresivo en cuanto a la política monetaria, el tono más *dovish* del banco central se fundamenta principalmente en la inflación, la cual en septiembre se desaceleró a 1.8% interanual, bajo de la meta del banco central. Por otro lado, la economía europea aún se mantiene estancada con las ventas minoristas decepcionando, la confianza del consumidor e inversionistas en terreno negativo y la producción industrial aun contrayéndose. Por su parte, en EE.UU., tras 2 meses de datos más débiles en el mercado laboral el Fed sorprendió al mercado con un recorte de 50 pbs. y un comunicado centrado no solo en el mandato inflacionario, sino que también en el pleno empleo. Con el inicio de octubre, el mercado laboral norteamericano vuelve a fortalecerse y la creación de empleo supera los estimados impulsando las tasas al alza y una moderación en las expectativas. Es así que, tanto en EE.UU. como en Europa el mercado espera 2 recortes adicionales y 4 en 2025. En cuanto a *Investment Grade*, en septiembre la clase de activo tuvo un desempeño positivo de 1.6% impulsado por la caída de las tasas bases producto inicio del ciclo de recortes en EE.UU. Por otro lado, la clase de activo aún mantiene cierto atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 4.9% y una mayor calidad crediticia con respecto a otros activos. Sin embargo, tras la reciente compresión de los *spreads* al inicio de octubre, nos parecen que las valorizaciones son poco atractivas. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

Por el lado de *high yield*, la clase de ofrece retornos atractivos y a pesar de que comenzó septiembre con pérdidas producto de la ampliación de *spreads* dado débiles datos de empleo en EE.UU., 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% en el mes, mostrando resiliencia y capacidad de sobreponerse a ruidos de mercado. Con el inicio de octubre, tras datos del mercado laboral más fuertes de lo esperado en EE.UU., las tasas vuelven a subir, pero los *spreads* corporativos se comprimen ante la mayor fortaleza económica. Es así que la clase de activo se mantiene más defensiva en escenarios de *sell off* de *treasuries*, producto de su menor duración y el elevado nivel de *yield* de 7.1%. En línea con lo anterior, dada nuestra expectativa de *soft landing* y de un enfriamiento gradual de la economía norteamericana, no esperamos una corrección significativa en los *spreads* en el corto plazo, sin embargo, en los niveles actuales no nos parece un punto de entrada atractivo y mantenemos preferencia por deuda emergente en esta clase de activo. **Se mantiene el neutral Global HY.**

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

En cuanto a la deuda emergente, durante septiembre se extendieron las ganancias de los bonos ante las caídas de tasas de interés a nivel global. 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 sus bonos con rentabilidades superiores a la renta fija desarrollada en deuda soberana, pero inferiores en deuda corporativa. Además del recorte Fed, estas últimas semanas la deuda emergente se vio impulsada por el anuncio de nuevos estímulos en China, de manera que la deuda emergente se mantiene defensiva frente al *sell off* de *treasuries* de los primeros días de octubre. Es así que, mantenemos perspectivas positivas para la deuda emergente; atractiva no solo por los elevados *yields* vs desarrollados, 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 Fed recortando tasas y los bancos centrales emergentes con mayor espacio para ajustar su política monetaria.

En cuanto a la deuda soberana emergente, en septiembre la clase de activo mantuvo un *outperformance* con respecto a la deuda soberana desarrollada y rentó 1.8%, producto de su 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 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 de *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 11.4%, mientras que la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 7.6%. En cuanto a riesgos, los *spreads* de la deuda emergente se han acoplado a los movimientos de los *spreads* globales y se comprimen ante nuevas señales de fortaleza del empleo estadounidense. Si bien al igual que en la deuda corporativa desarrollada las valorizaciones se ven apretadas, los fundamentales de las compañías emergentes aún se mantienen sólidos con bajos niveles de apalancamiento, de manera que no esperamos grandes ampliaciones de *spreads* en el mediano-corto plazo, en línea con el escenario de *soft landing* y expectativas de default para 2024 que se mantienen en 3.6%. En cuanto a *Investment Grade*, la clase de activo 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 *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 ahora que el Fed comenzó con los recortes de tasas.

Respecto a *local markets*, durante septiembre el dólar siguió con su tendencia a la baja a medida que el Fed sorprendió iniciando el ciclo de recorte de tasas con un recorte de 50 pbs., de manera que la moneda norteamericana perdió valor con respecto a las monedas de países desarrollados y emergentes depreciándose un 0.9% (DXY) en el mes. Con el inicio de octubre, y tras datos de empleo más fuertes en EE.UU., el dólar comienza el mes recuperando parte de las pérdidas apreciándose con respecto a países desarrollados. En cuanto a las monedas emergentes, se observan divergencias en cuanto a rendimientos y si bien la apreciación los meses anteriores había sido impulsada por la debilidad global del dólar, factor que se revierte este mes, con el anuncio de medidas por parte del gobierno chino para estimular la economía y nuevos riesgos geopolíticos aumenta la incertidumbre en cuanto al tipo de cambio en países emergentes. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobreexposición en bonos corporativos IG y HY, mientras que se neutraliza el UW en local markets.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | OCTUBRE 2024

Monedas	Bench.	Sept	Oct	OW/UW	Cambio	
USD	57.5%	61.9%	57.5%	N	0.0%	-4.4%
EUR	7.5%	6.8%	7.5%	N		0.7%
GBP	1.5%	1.4%	1.5%	N		0.2%
JPY	2.5%	1.8%	2.0%	UW	-0.5%	0.2%
GEMs	31.0%	28.2%	31.5%	OW	0.5%	3.3%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS TAACO GLOBAL | 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%	3.6%	1.8%	1.6%	-4.6	0.1
Renta Fija	50%	50%	0%	1.7%	0.9%	0.9%	0.0	-0.8
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-11.1	
Oro	0%	0%	0%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					2.64%	2.47%	-15.7	-0.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	14.0%	14.0%	0.0%	0.4%	0.05%	0.05%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	0.9%	0.01%	0.01%	0.0	
UK	3.0%	3.0%	0.0%	0.3%	0.01%	0.01%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	2.5%	0.42%	0.42%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	16.5%	1.5%	1.6%	0.24%	0.26%	-3.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	1.3%	0.05%	0.05%	0.0	
Japan	5.0%	4.0%	-1.0%	-1.3%	-0.07%	-0.05%	4.9	
Desarrollados	59.0%	59.5%	0.5%	1.2%	0.71%	0.75%	1.9	
LatAm	5.0%	5.0%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	1.3%	0.01%	0.00%	2.3	
China	10.0%	10.0%	0.0%	23.9%	2.39%	2.39%	0.0	
EM Asia ex China	20.0%	21.5%	1.5%	1.2%	0.23%	0.25%	-3.6	
EM Asia Small Cap	5.0%	4.0%	-1.0%	4.1%	0.20%	0.16%	-0.5	
Emergentes	41.0%	40.5%	-0.5%	6.9%	2.85%	2.81%	-1.8	
Equities					3.56%	3.56%	0.1	
Treasuries 2Y	5.9%	5.9%	0.0%	0.8%	0.05%	0.05%	0.0	
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	1.0%	1.4%	0.17%	0.18%	-0.4	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	1.8%	0.13%	0.13%	0.0	
US Tips	2.8%	0.0%	-2.8%	1.5%	0.04%	0.00%	0.6	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	1.8%	0.50%	0.50%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	1.7%	0.07%	0.07%	0.0	
Deuda Desarrollados	60.1%	58.3%	-1.8%	1.6%	0.96%	0.93%	0.3	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.8%	0.20%	0.20%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.7%	1.4%	1.2%	0.04%	0.05%	-0.8	
EM Corporate HY	4.8%	6.2%	1.4%	1.3%	0.06%	0.08%	-0.6	
EM Local Markets	21.0%	20.0%	-1.0%	2.2%	0.45%	0.43%	-0.4	
Deuda Emergente	39.9%	41.7%	1.8%	1.9%	0.75%	0.77%	-1.8	
Fixed Income					1.72%	1.70%	-1.5	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre de 2024

En septiembre se mantuvo la posición *UW* en acciones, neutral en bonos y el 5% de caja. Al cierre de septiembre la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 2.5%, 16 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*, en un mes en que se desafió la estacionalidad y las acciones lideraron en retorno.

Durante septiembre a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** generó pérdidas por la posición en caja y en menor medida por el *UW* en acciones (ii) la **selección de instrumentos** fue marginalmente negativa: generó ganancias el corto Japón y Latam Small Cap, lo cual fue compensado por pérdidas derivadas del largo en US *Value* y EM Asia ex China. En bonos nos restó la posición larga en *treasuries* de 10 años, así como deuda corporativa emergente.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.5%	6.1%	10.5%	20.0%	2.4%	5.1%	4.3%	5.3%	10.4%
Benchmark	2.6%	6.5%	10.9%	20.5%	1.3%	4.4%	3.7%	4.0%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-16	-38	-42	-49	112	73	69	126	
Acciones	3.6%	7.1%	16.2%	27.7%	4.0%	8.4%	5.8%	4.2%	15.2%
Benchmark	3.6%	7.1%	16.5%	27.7%	3.8%	8.4%	5.7%	3.7%	15.1%
Europe ex UK	0.4%	6.0%	9.7%	23.0%	3.3%	7.0%	3.9%	3.2%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	0.9%	6.7%	6.1%	21.7%	-3.2%	6.4%	5.5%	7.1%	23.8%
UK	0.3%	7.9%	15.4%	23.3%	9.9%	7.8%	4.0%	4.8%	19.3%
US Large Cap Growth	2.5%	2.2%	26.4%	43.7%	11.7%	20.9%	17.0%	--	21.5%
US Large Cap Value	1.6%	9.2%	17.7%	28.3%	9.2%	10.1%	8.6%	--	16.6%
US Small Caps	1.3%	8.7%	10.7%	25.9%	3.2%	10.6%	9.3%	9.3%	23.7%
Japan	-1.3%	4.9%	10.4%	19.3%	0.6%	5.0%	4.3%	2.1%	16.0%
Desarrollados	1.8%	6.4%	18.9%	32.4%	9.1%	13.0%	10.1%	7.2%	18.8%
LatAm	0.1%	3.7%	-12.5%	2.8%	7.0%	1.9%	0.6%	7.5%	30.5%
LatAm Small Cap	1.3%	0.9%	-17.7%	-5.6%	-3.0%	-3.5%	-3.1%	5.5%	33.6%
China	23.9%	23.5%	29.3%	23.9%	-5.6%	0.8%	3.4%	7.7%	28.1%
EM Asia ex China	1.2%	3.3%	17.9%	33.8%	5.3%	12.3%	7.7%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	4.1%	5.8%	15.6%	26.3%	4.7%	14.1%	6.7%	9.6%	19.4%
EM Europe and Middle East	2.0%	5.9%	6.2%	14.7%	-9.1%	-2.7%	-3.5%	2.5%	19.9%
Emergentes	6.7%	8.7%	16.9%	26.1%	0.9%	5.8%	4.1%	8.1%	18.8%
Renta fija	1.7%	5.9%	5.5%	13.5%	-1.1%	0.6%	1.7%	4.3%	6.5%
Benchmark	1.7%	5.9%	5.5%	13.6%	-1.4%	0.2%	1.4%	3.7%	6.5%
Treasuries 2Y	0.8%	2.9%	3.9%	6.5%	0.8%	1.2%	1.2%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	1.4%	5.7%	3.7%	10.6%	-3.5%	-1.4%	1.0%	3.5%	8.2%
Treasuries 30Y	1.8%	8.0%	1.7%	14.1%	-10.4%	-5.9%	0.3%	4.3%	16.3%
US Tips	1.5%	4.1%	4.9%	9.8%	-0.6%	2.6%	2.5%	4.4%	6.2%
Global Corporate IG	1.8%	6.3%	5.3%	14.6%	-1.5%	1.0%	2.0%	4.5%	9.1%
Global Corporate HY	1.7%	5.8%	8.4%	16.7%	2.3%	4.2%	4.3%	6.9%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	1.6%	5.9%	4.5%	13.2%	-2.2%	0.0%			
EMBI	1.8%	6.2%	8.6%	18.6%	-0.4%	0.9%	3.3%	7.0%	11.6%
EM Corporate IG	1.2%	4.4%	6.6%	12.3%	-0.6%	1.3%	2.9%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.3%	4.5%	11.7%	17.6%	0.2%	2.4%	4.4%	--	10.8%
EM Local Markets	2.2%	6.5%	5.1%	11.4%	0.9%	1.2%	0.8%	--	9.7%
Deuda Emergentes [1]	1.8%	5.9%	6.9%	13.8%	0.2%	0.0%			
Caja	0.4%	1.4%	4.1%	5.5%	3.6%	2.3%	1.6%	1.6%	0.7%
Oro	4.6%	12.8%	26.5%	40.6%	14.7%	12.1%	8.0%	10.3%	14.2%

* 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.