

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Nov	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.4%	-0.1%	7.7%	12.0%	1.7%	4.1%	4.0%	5.1%	10.4%
Benchmark	0.5%	0.1%	8.1%	12.6%	0.7%	3.4%	3.3%	3.9%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-1	-15	-39	-56	102	74	66	125	
Acciones									
Acciones	0.4%	0.3%	12.6%	17.6%	3.0%	6.8%	5.3%	4.0%	15.2%
Benchmark	0.4%	0.4%	12.9%	17.8%	2.9%	6.7%	5.2%	3.6%	15.1%
Renta Fija									
Renta Fija	0.5%	-0.2%	3.5%	7.4%	-1.3%	0.2%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.5%	-0.3%	3.5%	7.4%	-1.6%	-0.2%	1.1%	3.6%	6.5%
Caja									
Caja	0.4%	1.2%	4.9%	5.4%	3.8%	2.4%	1.7%	1.6%	0.7%
Oro									
Oro	-3.0%	5.5%	27.6%	30.2%	13.7%	12.7%	8.4%	10.3%	14.1%

Resultados al 30 de noviembre de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

OUTLOOK 2025: Trump-dependencia

En nuestro Outlook en diciembre 2023 previmos que los factores determinantes para los mercados en 2024 estarían encabezados- en lo económico- por dos *pivots* o giros. Primero, el de la política monetaria en Estados Unidos, hacia una baja en la tasa de interés de referencia (*Fed Funds Rate*) que se recortó de 5.5% a fines de 2023 a 4.75% actualmente. Y luego estaría el giro de China hacia estímulos para reactivar su economía, lo cual se anunció más que materializó y actualmente a fin de año comienzan a verse señales incipientes de recuperación, pero queda por ver si son sostenibles.

El ciclo económico que comenzó post pandemia estaría llegando a su fin luego de recuperación-aceleración-desaceleración con características que no se veían desde los 80s. Como se sostuvo hace un año atrás vivimos “un mundo de características estructurales diametralmente distintas de lo que era hace cuatro décadas, que pasó por una revolución tecnológica y con una digital y de la Inteligencia Artificial en curso, China de protagonista en el escenario global y nuevas dinámicas geopolíticas, políticas y sociales”.

Mirando hacia 2025, con un ciclo de política monetaria expansiva (bajas de tasas de interés) que ya se inició en Estados Unidos y cuán efectivas son las medidas de estímulos en China -al igual que este año- los mercados seguirán monitoreando el nivel de actividad. Sin embargo, la contundente victoria de Donald Trump en las elecciones estadounidenses con el *sweep republicano* (“barrida” republicana) que logró mayoría en las dos cámaras (*House of Representatives* o Cámara Caja y Senado o Cámara Alta) hace que serán determinantes en las tendencias de los mercados el próximo año los cambios en la política económica. Ello tendría potencial impacto en los ámbitos fiscal, de comercio e inmigración para comenzar, con efectos “secundarios” en múltiples” variables económicas.

Índice

Outlook 2025: Trum-dependencia.....	1
Asignación de Activos Diciembre 2024.....	4
Resultados TAACo Global Noviembre 2024.....	21
Desempeño Histórico	22

Hace un año previmos 2 factores determinantes para 2024: *Fed pivot* y estímulos de China

Ciclo económico post pandemia (recuperación-aceleración-desaceleración) estaría llegando a su fin

El triunfo de Donald Trump y el *sweep republicano* serán determinantes en la tendencia de los mercados

El riesgo geopolítico prevalecerá en el mundo el próximo año, aunque con cambio de foco: por una probable definición en la guerra de Ucrania cediendo parte de los territorios a Rusia y una nueva encapsulación del conflicto árabe israelí. Ello implicaría un giro desde guerras armadas hacia las comerciales y económicas.

Giro de guerras armadas a comerciales y económicas

Las nominaciones de Trump hasta el momento para su equipo de gobierno señalan políticas agresivas en torno a la inmigración y tal como fue anunciado en su campaña. Lo que tiene que ver con el comercio internacional -en general- habría un giro hacia una política más dura en tarifas y usarlas como estrategia de negociación; se repiten algunos nombres que estuvieron en la primera administración Trump.

Gobierno de Trump traerá políticas más duras en torno a inmigración y tarifas

El nombramiento de Scott Bessent como secretario del Tesoro generó un cambio positivo en la confianza de mercado y en la economía. Bessent manifestó su objetivo en 3 *arrows* (3 flechas): reducir el déficit fiscal de 6% a 3%, lograr un crecimiento económico de 3% y aumentar la producción de petróleo en 3 millones de barriles adicionales al día (o su equivalente). Principalmente por lo referente al déficit fiscal se dispararon los temores respecto que un gobierno de Trump podría ser poco responsable fiscalmente. Sin embargo, aún faltan detalles sobre las medidas que permitirían lograr el objetivo 3-3-3 de Bessent.

Secretario del Tesoro de Trump, Scott Bessent, generó un cambio positivo en la confianza de mercado y economía

Respecto de otros anuncios para el segundo gobierno de Trump que tendrían impacto en la economía están, primero la creación del DOGE (*Department of Government Efficiency*), nueva entidad gubernamental destinada a mejorar la eficiencia del Estado: principalmente el tamaño del gobierno y el del déficit fiscal. Su creación tendrá que ser aprobada por el Congreso, aunque en el intertanto funcionaría como asesor presidencial. El DOGE estaría encabezado por dos empresarios: Vivek Ramaswamy y Elon Musk. En segundo lugar, la nominación de Paul Atkins al mando del SEC (*Securities and Exchange Commission*, regulador del mercado), siendo éste pro-innovación (incluidas las criptomonedas) y desregulación da una señal clara respecto de la dirección económica de la nueva administración.

Otros nombramientos de la nueva administración apuntan a la desregulación y la eficiencia del Estado

Por último y una noticia que genera alivio en cuanto a las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, el nombramiento de David Perdue como embajador en ese país. Perdue vivió y trabajó en China y tiene un conocimiento profundo de China, lo cual podría llevar las relaciones entre los dos países a un funcionamiento más pragmático y de menos confrontación. Ello contrasta con las nominaciones previas de Michael Rubio como Secretario de Estado y Michael Waltz de asesor de Seguridad Nacional, quienes tienen una postura más dura respecto de China.

El camino que seguirán las relaciones comerciales EE.UU. – China es dudoso

Los mercados accionarios en 2025 tienen el soporte de una actividad resiliente que se mantendría así en Estados Unidos que dará impulso al resto del mundo y en el ámbito corporativo el crecimiento de utilidades corporativas también augura perspectivas positivas. El plan de gobierno de Trump en lo que respecta a menores impuestos y

Crecimiento que se mantendrá dinámico en EE.UU. e inflación que

aumentos en las eficiencias debiera llevar a que las ganancias empresariales sean más transversales entre sectores y baje la concentración en los sectores digitales, tecnológicos y ligados a la inteligencia artificial que se ha visto en los últimos dos años (p.e. *Magnificent 7*). Ello debiera traducirse también en sus precios accionarios. Las tasas de interés en Estados Unidos, con el bono del Tesoro en 4% y la curva de tasas de interés normalizándose parecen estar incorporando los fundamentos un crecimiento dinámico e inflación bajo control.

parece estar bajo control, darán soporte a utilidades de manera transversal

Seguimos viendo debilidad económica en Europa, al igual que en China. La presidencia de Trump generaría reacciones en cuanto a tratar de hacer sus economías más competitivas y amortiguar los efectos de los aranceles que Estados Unidos impondría/subiría.

Debilidad económica en Europa y China

Diciembre suele ser un mes de un dólar débil y de un mercado accionario fuerte por el rally navideño (Santa Claus ´ Rally). Hacia el primer semestre de 2025 el dólar permanecería fuerte, con tasas de interés y crecimiento que lo favorecen relativo a los niveles del resto del mundo. En la medida que se aclaren gradualmente el rumbo del resto de las economías del mundo, sobre todo las más grandes como China, Europa y Japón y éstas establezcan su trayectoria de tasas, ciertas monedas del mundo, incluyendo las emergentes tendrían potencial de apreciación respecto del dólar.

1S2025: dólar se mantendría fuerte

Para comenzar el año, se adopta una postura constructiva respecto del riesgo

- i. Crecimiento económico estable,
- ii. Aumentos potenciales de las ganancias corporativas en un entorno que aliviaría los múltiplos de las acciones estadounidenses
- iii. Valores accionarios atractivos en ciertas regiones y sectores
- iv. Abundante liquidez – más de USD 7 tr. en *money market* -
- v. Tasas de interés más bajas -en niveles estructuralmente más altos de los mínimos que prevalecieron entre 2008-2021-
- vi. *Momentum* en los mercados accionarios,

Postura constructiva respecto del riesgo: por crecimiento, perspectivas de utilidades, liquidez en *money market*, tasas más bajas y *momentum*

Se favorece pasar las acciones gradual y moderadamente de neutral a sobreponderar respecto de la renta fija y sin posiciones en caja.

OW acciones y UW bonos

Asignación de Activos | Diciembre 2024

TAACo Global	Bench.	Nov	Dic	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	50%	52%	OW	2%	2.0%	+	Se sobrepondera acciones desde neutral y corto bonos
Renta Fija	50%	50%	48%	UW	-2%	-2.0%	-	
Caja				N				
Oro				N				
Total Cartera								
Europe ex UK	14.0%	13.0%	13.0%	UW	-1.0%			
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	1.0%	N				OW EE.UU. Large Cap Value
UK	3.0%	4.0%	3.0%	N		-1.0%	-	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N				UW Europa
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	16.0%	OW	1.0%	1.0%	+	
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N				UW Japón
Japan	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%			
Mercados desarrollados	59.0%	58.0%	58.0%	UW	-1.0%			OW LatAm
LatAm	5.0%	6.0%	6.0%	OW	1.0%			
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	1.0%	N				Neutral China y Asia EM ex. China
China	10.0%	10.0%	10.0%	N				
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N				
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N				
Mercados emergentes	41.0%	42.0%	42.0%	OW	1.0%			
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					En renta fija: se mantiene neutral duración
Treasuries 2Y	5.9%	5.0%	5.9%	N		0.9%	+	
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	12.4%	N		-1.0%	-	Se neutraliza UW en treasuries 2 años y OW 10 años
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N				
US Tips	2.8%	0.7%	0.8%	UW	-2.0%	0.1%	+	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	27.5%	N				UWTIPS
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	4.3%	N				
Deuda desarrollados	60.1%	58.1%	58.1%	UW	-2.0%			Neutral Global Corporate IG y HY
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N				
EM Corporate IG	3.3%	4.3%	4.3%	OW	1.0%			
EM Corporate HY	4.8%	5.8%	5.8%	OW	1.0%			RF emergente: OW CEMBI IG y HY, neutral EMBI y local markets
EM Local Markets	21.0%	21.0%	21.0%	N				
Deuda emergente	39.9%	41.9%	41.9%	OW	2.0%			
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

RENTA VARIABLE

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

Si bien se espera una aceleración del crecimiento económico de la Eurozona para 2025, desde 0.8% a 1.2%, y que la inflación converja al 2% anual, las perspectivas no son favorables, afectadas principalmente por temas domésticos y riesgos geopolíticos.

Las dos principales potencias del bloque europeo, Alemania y Francia, atraviesan problemas políticos internos, mientras un eventual fin de la guerra en Ucrania deja a Rusia en la puerta de Europa. Además, el anuncio de Donald Trump de terminar con el financiamiento a Ucrania fuerza a los países europeos a aumentar su gasto en defensa, presionando la

convergencia fiscal. Por su parte, Alemania llamó a elecciones anticipadas para el 23 de febrero, con las encuestas previendo un giro político más hacia la centroderecha, liderada por la Unión Cristianodemócrata (CDU/CSU). Esto podría implicar una ampliación de los límites de endeudamiento y una política fiscal más expansiva que impulse el crecimiento hasta 0.7% en 2025. No obstante, persisten los riesgos de que el país quede en medio de la guerra comercial entre EE.UU. y China, lo que disminuya los niveles de comercio internacional a nivel global. Por otro lado, Francia no sólo no ha logrado aprobar el presupuesto, sino que también se quedó sin primer ministro luego de una moción de censura. El país enfrenta una crisis política que ha aumentado la incertidumbre económica y financiera, con una ampliación de los *spreads* de deuda.

De esta manera el escenario es incierto para el bloque europeo en lo político y económico, a pesar de una inflación que cede y una demanda deprimida prevén una política monetaria que podría ser más expansiva que en EE.UU. En tal sentido, la inflación de noviembre se aceleró a 2.3% anual desde 2% (2.7% el registro subyacente). En adelante, los riesgos de inflación al alza son acotados, a pesar de que se desvanece el efecto de base de comparación en el precio de energía, dada una débil demanda que deja poco espacio para que las empresas suban los precios. Se espera que la inflación converja hacia el 2% en la segunda mitad del año, permitiendo al menos 4 recortes de tasas en 2025, lo que mantendría al euro bajo presión el próximo año.

Las acciones de la Eurozona representan ~10% de las acciones globales. A nivel de países, Francia es la principal posición, seguida por Alemania, ambos con fuertes vínculos comerciales con China. En el lado de Francia, a través del consumo de lujo principalmente, y en el de Alemania, por el sector industrial y automotriz. En ambos países en el último mes se han recortado las estimaciones de crecimiento de utilidades para el próximo año – hasta 9.4% en Francia y 10.5% en Alemania- a niveles bajo pares desarrollados (estimaciones de Factset). De esta forma, se espera que en 2025 los flujos a los activos de riesgo europeos se mantengan bajo presión.

En noviembre, reaccionando a la incertidumbre de un nuevo gobierno de Trump, las acciones europeas tuvieron un desempeño negativo (USD -3.2% Stoxx 50 vs. 3.6% ACWI), lo que fue exacerbado por una depreciación de casi 3% del euro. En el inicio de diciembre, las acciones europeas muestran resiliencia y suben más que las americanas a pesar del aumento de la incertidumbre política.

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 casi 30% respecto al promedio de 5 años, superior al 15% de descuento histórico.

Debido a la incertidumbre política y el deterioro en las perspectivas económicas y corporativas, **se decide mantener la posición en acciones europeas en *underweight*.**

REINO UNIDO: Se neutraliza desde *OW*

El país continuaría su senda de recuperación en 2025 y crecería 1.5%, no obstante, el mercado laboral se mantiene ajustado, los salarios con presiones al alza y la convergencia de la inflación se posterga al menos hasta 2026. En tal sentido y a pesar de la debilidad macroeconómica, el Banco de Inglaterra no recortaría tasas en diciembre y para el próximo año se estiman 3 recortes, lo que llevaría la tasa hasta 3.50% a fines de 2025.

Por el lado político, el cambio de gobierno, dejando 14 años de liderazgo conservador, ha mejorado las perspectivas económicas. No obstante, ya pareciera haber bastante de tal optimismo en los precios. Así, el *momentum* económico se deteriora en el último mes y la sorpresa económica se torna negativa. Los indicadores líderes PMIs de manufacturas y servicios retroceden en noviembre, el primero bajando de 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector) por primera vez desde abril pasado.

Las acciones británicas representan ~3% de las globales (MSCI ACWI) y en noviembre el FTSE100 subió USD 1.1%, bajo las acciones americanas, pero mejor que las europeas.

Se observa un *underperformance* respecto a pares desarrollados tanto en el mediano como largo plazo. Tal brecha 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 de calidad y *value* – empresas con oportunidades de crecimiento acotadas, valorizaciones descontadas, alta generación y pago de dividendos – lo que podría beneficiarlas en un ambiente de rotación de activos dada la llegada de Trump a la presidencia de EE.UU.

Comparada con pares desarrollados, las acciones británicas ofrecen un atractivo *dividend yield* (~4%) y las valorizaciones han perdido holgura en términos absolutos. La razón P/U *fwd.* transa en 12.2 veces, casi en línea con el promedio a 5 años.

La debilidad macroeconómica se refleja también en el sector corporativo, Facset estima que las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían en 2025 6%, bajo pares desarrollados. A nivel de flujos se ha observado una aceleración en la salida de flujos a fondos e ETFs del país (EPFR).

Debido al deterioro de las perspectivas económicas y corporativas, junto con un encarecimiento de las valorizaciones, **se decide neutralizar desde *overweight* la exposición a acciones británicas.**

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

Se sigue postergando el aterrizaje de la economía americana. En 2024 la economía habría crecido 2.7%, una leve desaceleración respecto al 2.9% de 2023. Este año el crecimiento ha sido impulsado por una inflación que cede, un enfriamiento gradual del mercado laboral y una política fiscal expansiva que ha dado soporte tanto al gasto de gobierno como al consumo. Para 2025 se espera que el PIB crezca 2.1%, estimación que ha sido corregida al alza desde 1.7% en octubre pasado cuando Trump repunta en las encuestas.

La elección de Trump sumando para los republicanos la Cámara de Representantes y el Senado, le permitiría la aprobación de iniciativas como recortes de impuestos corporativos y personales, aumento de tarifas, mayores controles migratorios y desregulación a distintos sectores de la economía, entre otros.

Tales medidas generan incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal, no obstante, su gobierno podría ser más pragmático de lo esperado. Así, los nombramientos de Scott Bessent como secretario del Tesoro, Paul Atkins al mando del SEC y David Perdue como embajador en China, dan tranquilidad a los inversionistas.

En tal sentido, luego de una reacción inicial con tasas de interés al alza ante la incertidumbre por la sostenibilidad fiscal y debido a la potencial implementación de políticas inflacionarias, las tasas han cedido con los primeros nombramientos de los cargos de confianza de Trump. En el último mes se ha observado un *bull steepening*, con caídas mayores en la parte corta de la curva de bonos del Tesoro.

La inflación de noviembre fue 2.7% anual (3.3% la medida subyacente) y estaría convergiendo hacia el 2% durante el primer trimestre de 2025. Por su parte, el mercado laboral se enfría (la tasa de desempleo aumentó a 4.2% en noviembre) en forma gradual lo que permitiría que el Fed recorte tasas en diciembre para cerrar 2024 en 4.50%. En 2025 se esperan 2 recortes adicionales.

A nivel accionario, las acciones americanas han tenido otro año de desempeño a doble dígito (28% en lo corrido del año al 6 de diciembre) y aumentan su participación dentro de índices globales (~ 67% del índice global ACWI). Los retornos han sido impulsados por la subida de las 7 magníficas -otra vez-, resiliencia económica y en el último mes por la elección presidencial de Donald Trump, entre otros.

Por el lado corporativo, la fortaleza económica se refleja en el crecimiento de utilidades. Para 2024 se espera un crecimiento de utilidades en torno a 10%, el cual se aceleraría hasta 15% en 2025. A nivel de sectores, las utilidades el próximo año serían lideradas por el tecnológico, salud e industrial.

A pesar de la caída de la volatilidad post elecciones, 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, borrando el descuento y transando en torno a promedios históricos.

Debido a la abundante liquidez y fortaleza económica/corporativa, se decide aumentar la exposición a acciones americanas a través de un *overweight* en estilo *value*. Este estilo presenta una alta exposición a los sectores financiero y energético, ambos con positivas perspectivas desde políticas desregulatorias del gobierno de Trump, además de rezago en desempeño. **Por su parte, se mantiene neutral la exposición a acciones tipo *growth* y *small cap*,** estas últimas a pesar de transar a valorizaciones justas subieron más de 10% en noviembre lo que las deja vulnerables a correcciones en el fin de año.

JAPÓN: Se mantiene *underweight*

Un debilitado gobierno logró apoyo para aprobar un paquete fiscal ~USD 140 *bn* con el fin de estimular la economía a través de implementar medidas para apoyar a las empresas, a las familias de ingresos bajos y subsidios a los hogares en temas como electricidad, además de inversión en la industria de semiconductores e inteligencia artificial. Estas iniciativas buscarían impulsar el crecimiento económico, que se proyecta se acelere a 1.2% en 2025.

Sin embargo, las perspectivas de crecimiento económico se mantienen débiles, presionadas por incertidumbre a nivel de política interna y eventuales riesgos ante el aumento de aranceles por parte de EE.UU. - dado el alto grado de apertura comercial (~40%) de la economía nipona-

La inflación continúa en niveles saludables y en octubre cayó a 2.3% anual y se espera que se mantenga ~2% el próximo año, en un entorno de reflación y denominado círculo virtuoso entre salarios e inflación aumentando. Aun así, existe el riesgo de convertirse en un repunte inflacionario persistente. Por su parte, el yen se mantiene volátil, apreciándose 1.5% en noviembre y hacia adelante se esperaría un yen presionado al menos en la primera mitad de 2025, aunque factores estructurales como la política monetaria restrictiva del Banco Central –el único entre pares desarrollados subiendo tasas– podrían mitigar este efecto. De cara a la reunión de diciembre, el mercado se encuentra dividido respecto a una posible alza; no obstante, para 2025 se anticipan al menos 2 subidas de tasas adicionales.

En cuanto al mercado accionario, el Nikkei 225 cayó al igual que pares globales durante noviembre, pero en menor magnitud que sus pares desarrollados ex Estados Unidos (USD 0.6%). Para el próximo año las acciones japonesas tendrían un potencial *upside* ~11% según Morgan Stanley. Sin embargo, se han observado salidas netas de flujos al principal ETF del país, pese a valorizaciones que transan con descuento en términos absolutos y respecto a pares desarrollados. Además, se espera que las utilidades crezcan 8.5% en 2025, corrigiéndose al alza durante el último mes.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones, el país mantiene desafíos: incertidumbre política interna pese al progreso durante el último mes y geopolíticas, perspectivas económicas aún débiles y salidas de flujos. En este escenario se opta por una postura de **cautela manteniendo la exposición de acciones japonesas en *underweight***.

SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap, neutral China y Asia EM ex China

Nuevamente noviembre fue un mes negativo para los mercados emergentes. Dentro de ellos hubo divergencias; algunos presionados por importantes depreciaciones en sus monedas, y otros por la exposición económica a EE.UU. y el riesgo que corren con Trump a la cabeza de la principal economía global. Para 2025 y con respecto a China, el mercado se moverá al ritmo de las amenazas y políticas del gobierno estadounidense entrante, contrarrestado por los nuevos estímulos que puedan conocerse durante los meses por venir. Es difícil saber cuál de las dos fuerzas será preponderante. En el caso de Asia EM. ex China, Taiwán y Corea del Sur son economías exportadoras y sumidas en conflictos fronterizos, en tanto India tiene una solidez macroeconómica doméstica, neutralidad política y menor apertura comercial. Por el lado de América Latina, con excepción de México, los países están menos expuestos económicamente a EE.UU. En este sentido, y de cara a un dólar que puede mantenerse fuerte en el corto plazo, se opta por una posición neutral en Asia, pero un leve OW en América Latina, pensando en un rebote a estos precios en la medida que disminuyen ciertas presiones internas y externas.

AMÉRICA LATINA: Se mantiene el OW en Large Cap

En América Latina, 2025 será un año con algo de más crecimiento económico que 2024. Sin embargo, México sufrirá una desaceleración, al igual que Brasil producto de un Banco Central que seguirá subiendo tasas, en tanto Chile, Perú y Colombia mantendrán un ritmo similar de crecimiento. En el caso de Argentina, se observará una marcada recuperación económica tras la recesión sufrida en 2024. A diferencia de este año, para el próximo el calendario de elecciones en la región es más escueto, lo que limita en algo la volatilidad de los mercados accionarios. La inflación seguirá recorriendo

la última milla para acercarse a las metas de las autoridades monetarias, y dadas las altas tasas de interés reales en algunos países, esto les permitirá a los bancos centrales continuar con los recortes. México está más expuesto al cambio de gobierno de EE.UU., por su intrínseca relación comercial. Sin embargo, en el mediano plazo podría favorecerse del triunfo de Trump. Por el lado de Brasil, el tema político seguirá centrado en lo fiscal, lo que en parte mantendrá las tasas de interés altas y una marcada volatilidad en los mercados. En los Andinos (ex Argentina), un cambio de gobierno se avecina, probablemente dando un giro hacia políticas más promercado, lo que podría impulsar un *re-rating*. En Argentina, las elecciones intermedias puede que fortalezcan la posición del partido gobernante en el Congreso, dándole una mayor oportunidad de avanzar en la desregulación.

En **Brasil**, el mercado continúa moviéndose por las propuestas que impulsa este gobierno, y en lo más reciente por el paquete de recortes de gasto fiscal, que anunció de la mano de una reforma tributaria que se supone no se conocería el detalle hasta 2025. Esta seguirá siendo la tónica el próximo año, en un contexto en que el crecimiento económico se desacelerará marginalmente (a ~2%), producto de tasas de interés que se mantienen elevadas y el mercado espera que el Banco Central continúe con las alzas, incluso a un ritmo más acelerado. Con respecto al impacto que puede tener Trump en la economía brasileña, este sería más bien acotado, considerando que EE.UU. es el segundo destino de las exportaciones brasileñas y tiene un déficit comercial con EE.UU. Un impacto de segundo orden podría ser que a lo largo de 2025, Bolsonaro y la derecha ganen terreno a nivel político y el gobierno pierda aprobación. De todas maneras, en el corto plazo, las perspectivas para el mercado accionario brasileño continúan turbulentas, muy ligado a ruidos fiscales y con tasas que se mantienen muy altas y al alza, lo que desincentiva a inversionistas locales a reasignar inversiones desde la renta fija hacia la variable. En lo concreto se espera que el Banco Central suba en 75 pbs. la tasa Selic en la última reunión de 2024, y según la encuesta Focus de la autoridad monetaria, se espera que en 2025 suba otros 150 pbs. hasta 13.50%, con los analistas acoplándose a lo que está internalizado en los precios. Esto, permitiría cierta fortaleza al real brasileño, que tiene más fundamentos para apreciarse durante 2025 que sus pares de la región, dadas las perspectivas que tenemos. A su vez, las expectativas más *hawkish* del mercado conversan con proyecciones de inflación que también se siguen revisando al alza, y se espera cierre el próximo año en 4.6% y 2026 en 4.0%, sin converger a la meta de 3.0%. Ya que el tema fiscal seguirá en el centro de la discusión política, el recorte de gastos por R70 bn para los próximos dos años (R30 bn en 2025 y R40 bn en 2026) estuvo en línea con lo esperado, pero se anunció junto con una reforma tributaria que se supone sería neutra para la recaudación tributaria, pero que elimina el impuesto a la renta para quienes ganen menos de R5,000 al mes, compensándolo con un alza de impuestos para aquellos que ganan más de R50,000 mensuales, agrupando todas sus rentas. Si bien los recortes permitirán que sea más fácil alcanzar las metas fiscales, no solucionan problemas estructurales relacionados por ejemplo con salud y educación, ni contienen el crecimiento de la deuda, para la cual se necesitaría un superávit primario de 3% del PIB. En lo corrido de 2024, el mercado brasileño ha sido uno de los más golpeados, con caídas de más de 25% en dólares. Esto, ha llevado a que las valorizaciones transen con descuento significativo y se espera que las utilidades crezcan en torno a 15% en 2025. A todo lo anterior, se suman recientes problemas de salud del mandatario Lula da Silva, que ponen en duda su posible candidatura para las elecciones de 2026. Así, aun con un 2025 en el que se prevé una desaceleración económica acotada, la inflación persistente y las alzas de tasas prevendrán la entrada de flujos significativos al mercado de acciones, al menos en los primeros meses del año, por lo que se decide **entrar en 2025 con un posicionamiento neutral en acciones brasileñas**, a pesar de las atractivas valorizaciones.

En **México**, la primera parte de 2025 estará marcada por altos niveles de volatilidad. En la medida que Donald Trump asuma como presidente, se irá disipando parcialmente la incertidumbre respecto de qué medidas anunciadas durante

su campaña serán puestas en práctica, y cuáles no. Debido a que EE.UU. es el principal socio comercial de México, las medidas proteccionistas del presidente electo lo impactan directamente. Es así como el mercado mexicano bailará al ritmo de Trump y serán determinantes los siguientes temas, para definir el rumbo de las acciones mexicanas. En primer lugar, las tensiones comerciales que puedan surgir con su par del norte, de cara a la negociación del tratado comercial con EE.UU. y Canadá (USMCA) en 2026. En segundo lugar, y a nivel local, las reformas que pueda aprobar el Congreso heredadas del Plan C de AMLO, pueden deteriorar la institucionalidad y eventualmente gatillar una rebaja en la calificación crediticia, pudiendo llevar a que en un par de años México pierda el grado de inversión. Por otro lado, está la responsabilidad fiscal, en la que se mantiene como escenario base que este gobierno va a cumplir lo estipulado en su presupuesto, y lograr mantener esa ancla de manera de contener el deterioro en la confianza a nivel local. Por último, están los factores económicos, y cómo la evolución del crecimiento, inflación y tipo de cambio, entre otros, permearán en la aprobación presidencial, que hasta ahora ha logrado mantenerse alta y en torno al 70%. En resumen, el mercado mexicano estará sujeto a elevados niveles de volatilidad en el corto plazo. Sin embargo, en el mediano plazo, creemos que se puede favorecer del triunfo de Trump, debido a que China probablemente sería su principal objetivo, y eventualmente podría intensificarse la relación comercial entre México y EE.UU. A nivel de crecimiento, la desaceleración del próximo año está internalizada, y se proyecta que la economía mexicana crecerá ~1.2% en 2025. Si bien los últimos registros de inflación no han mostrado una desaceleración clara, las proyecciones apuntan a que a lo largo de 2025 irá a la baja y cerrará el año ~3.7%. De esta manera, el Banxico tiene espacio para seguir recortando tasas, incluso si es que el Fed adoptara un tono algo más neutral. Esto debido a que los niveles de tasas de interés son elevados en México, sobre todo tomando en cuenta las tasas de interés reales. Así, el mercado espera que la autoridad monetaria recorte la tasa en 200 pbs. en 2025, aun cuando el Fed pause. Esto podría presionar en algo más el peso mexicano, que ya en 2024 acumula más de un 15% de depreciación. El mercado también internaliza un escenario negativo, y es uno de los mercados emergentes con peores rentabilidades en lo corrido del año (en dólares). Esto ha llevado a que las valorizaciones luzcan atractivas en perspectiva histórica y con respecto a pares. Por el lado de las proyecciones de utilidades, debido a la alta exposición que tienen los ingresos de las firmas mexicanas a EE.UU., se espera que las utilidades crezcan ~14%. Con todo, el mercado mexicano exhibirá una alta volatilidad en el corto plazo, por lo que **se mantiene la posición neutral**. Sin embargo, y en la medida que avance 2025, el sesgo hacia las acciones mexicana se tornará más positivo.

En **Chile**, 2025 será un año de elecciones presidenciales y parlamentarias, y como ha sido la tónica de los últimos ciclos políticos, es probable que el gobierno cambie de tendencia política, hacia uno de centro o centroderecha. Esto, suele darle un impulso al accionario local, lo que probablemente se plasme a lo largo del año. A nivel macro, la economía seguirá creciendo al mismo ritmo el próximo año, y muy cercano al nivel potencial (2%). La inversión dejará de caer, impulsada por el sector minero. Por el lado local, las presiones inflacionarias se ven bajas y el efecto transitorio -y volátil- de las tarifas eléctricas se irá disipando, de manera que la inflación volvería a la meta de 3% a principios de 2026. De todas maneras, este escenario está sujeto a la eventual aparición de presiones inflacionarias globales, dependiendo qué políticas efectivamente implementa o no Donald Trump. En este sentido, el Banco Central de Chile observará atentamente lo que haga el Fed, y podría pausar los recortes en algunas de las reuniones del próximo año. En este contexto, se espera que, a partir del nivel de cierre de 2024, la autoridad monetaria recorte la tasa de referencia en 75 pbs. más el próximo año, llevándola a 4.25%. Las valorizaciones en Chile continúan atractivas con respecto a su historia, y tras una positiva temporada de reportes corporativos del tercer trimestre, el mercado apunta a que las utilidades se expandan ~20% en 2025. Con respecto a una eventual escalada de la guerra comercial, Chile podría verse menos impactado que otros países, debido a que su principal socio comercial es China, y eventualmente el gigante asiático podría reasignar parte de su comercio con EE.UU. hacia Chile. Por el lado de reformas que van a seguir en discusión, se

espera que avancen con mayor nivel de consenso en el Congreso la reforma de pensiones y la que reforma el sistema político. Respecto a la primera, distintas agencias calificadoras de riesgo y organismos internacionales han recomendado la aprobación de la reforma de pensiones, y lo necesario de aumentar el ahorro individual. Con respecto a la reforma política, se podría aprobar alguna versión diluida de lo que se está tramitando, ya que la alta polarización en el Congreso ha evitado el alcance de acuerdos y avanzar en ciertas leyes. En lo más reciente, el Politburó en China dio un mensaje de calma respecto de la meta de crecimiento, además de respaldar la importancia de la apertura económica. En este sentido, tanto el mercado como la economía chilena podrían tener un impulso adicional. A su vez, las valorizaciones se encuentran transando con descuento respecto a promedios de largo plazo, y se espera que en 2025 las utilidades de las empresas crezcan ~20%. Así, en un año en el que se espera un giro político que sea favorable para el mercado accionario, valorizaciones atractivas, solidez corporativa, bajas presiones inflacionarias a nivel local y una mantención del ritmo de crecimiento, se decide **mantener un OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, se genera incertidumbre sobre si se cumplirá o no la regla fiscal de 2024 luego de que el gobierno anunciara un recorte presupuestal de \$28.4 billones COP, por debajo de la meta planteada de \$33 billones COP. A esto se suma la renuncia del ministro de Hacienda, a petición del presidente Petro, tras una denuncia de corrupción en su contra, lo que genera un ruido fiscal en el país al mismo tiempo en que se discute el presupuesto para 2025. Todo lo anterior, da cuenta de que, a inicios de 2025, los ruidos fiscales seguirán liderando la agenda. En lo que son los datos económicos, las proyecciones para 2024 son positivas: la inflación se corrige a la baja y se espera que cierre el año en torno a 5% anual, mientras que el crecimiento se corrige al alza apuntando a finalizar este año en 2%. Para 2025 se espera que la inflación siga a la baja, mientras que el crecimiento continúe a este ritmo sostenido expandiéndose ~2%. En lo que es política monetaria, el Banco de la República no aceleraría el ritmo de recortes y se mantendría en línea con lo realizado en las últimas dos reuniones recortando 50 pbs., para que la tasa de referencia finalice el 2024 en 9.25%. Para el año entrante, se mantendría una postura *dovish*, dando espacio a recortes de tasa independiente del accionar del Fed. Aunque las elecciones generales son en 2026, durante la segunda mitad de 2025 se conocerán los candidatos y comenzarán las campañas electorales, lo que será el foco central de la discusión política. Así, se podría comenzar a internalizar un posible vuelco político hacia un nuevo gobierno de derecha, lo que podría dar un impulso a las acciones colombianas. En cuanto a valorizaciones, se observa un atractivo histórico por parte de la bolsa colombiana, transando 1 desv. est. bajo el promedio de 10 años en P/U *fwd.*, mientras que por el lado de flujos se observan salidas netas de desde el conjunto de ETFs en el último mes. Se espera que las utilidades se contraigan en 2025, con un *momentum* negativo que se ha mantenido a lo largo de 2024. Finalmente, la agencia calificadora Fitch mantuvo la calificación de riesgo del país en BB+ con perspectiva estable, por lo que no se espera que esta baje en la próxima revisión. De esta forma, con proyecciones económicas estables tanto para 2024 como 2025, pero con un ruido fiscal que se mantendría a inicios del año entrante, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el escenario económico sorprendió positivamente durante 2024, con un crecimiento que se proyecta alcance ~3%, gracias a la reactivación de sectores exportadores, y una inflación controlada dentro del rango meta de 1%-3%, superando de esta forma las proyecciones realizadas en 2023. Para 2025 se espera que estos datos se sostengan, manteniendo de esta forma el repunte económico del país. Esto da espacio a nuevos recortes por parte del Banco Central de la Reserva para el año entrante, donde se esperan de dos a tres recortes para 2025, mientras que para la reunión de diciembre las estimaciones se encuentran divididas entre un recorte de 25 pbs. o mantener la tasa en 5.00%. Caso contrario es lo que ocurre con el gasto, donde se espera que en 2024 y por segundo año consecutivo no se cumpla con la regla fiscal. A su vez, se aprobó un presupuesto de USD \$67,300 millones para el próximo año, el cual representa un

alza de 4.5% respecto a lo definido para 2024, en busca de darle prioridad a la seguridad ciudadana, a la salud y al sector agrario. Por el lado político, se mantiene Dina Boluarte en el mandato y se espera que lo haga hasta el final de su periodo presidencial (2026). Sin embargo, a pesar de la relación estable entre la presidenta y el congreso, se mantiene cierta incertidumbre política tras la censura del ministro de Energías y Minas. Además, para 2025 se espera una mayor movilidad política al ser año previo de elecciones generales, con un sector político polarizado y fraccionado por el gran número de partidos. Durante 2025, se conocerá a los respectivos candidatos presidenciales y comenzarán las campañas electorales, lo que podría perpetuar las presiones sobre el gasto público para 2025. Respecto de las valorizaciones, la razón P/U *fwd.* transa cerca de su promedio histórico de 10 años y continúan las salidas netas de flujos de inversión del conjunto de ETFs en el último mes (6% del AUM). Por el lado de las proyecciones de utilidades, Perú tuvo una gran revisión al alza para 2025. De esta forma, con valorizaciones no del todo atractivas, pero con perspectivas económicas positivas en general, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el mercado ha seguido mostrando un *outperformance* en comparación a países emergentes, esto de la mano de un escenario político y fiscal que se torna más positivo, y una situación macroeconómica que da señales que ya habría pasado lo peor. El gobierno de Javier Milei, que ya cumple un año liderando el país, entró con una agenda importante de desregulación, y con su “motosierra” ha logrado contener el gasto público y anotar superávits fiscales por varios meses consecutivos. Esto llevó a la economía argentina a una recesión autoinducida, y se espera que 2024 cierre con una contracción del PIB de ~3%, para recuperarse en 2025 con una expansión de ~5%. A pesar de este ajuste, el mandatario aun goza de saludables niveles de aprobación, lo que de mantenerse, probablemente le permitirá ganar escaños en el Congreso de cara a las elecciones intermedias de octubre de 2025, y por ende, continuar con su agenda de desregulación y apertura económica para el país. Con el significativo recorte de gasto fiscal, la inflación también ha ido bajando, a niveles cercanos al 2% mensual, lo que según lo declarado por el gobierno, permitiría liberar el cepo cambiario en 2025. Es así como Fitch mejoró la calificación de riesgo hasta CCC, tanto deuda en moneda extranjera (desde CC) como local (desde CCC-), y la mejora en la percepción de riesgo país se ha visto traducido en una caída en su *credit default swap* (CDS). La caída de la inflación también ha permitido que el Banco Central recorte tasas, llevándola a 32% en su último ajuste. Por otro lado, la brecha cambiaria entre el dólar blue y el oficial está prácticamente en 0%, también sentando bases para una eventual eliminación de las restricciones. De todas maneras, el gobierno aún tiene un camino largo por recorrer, como recomponer las reservas internacionales, que aún en términos netos están en terreno negativo. A su vez, la principal preocupación de la población dejó de ser la inflación, y pasaron a liderar la pobreza y los salarios, la primera se estima se encuentra en torno a 50%. A pesar del rally accionario, las valorizaciones continúan descontadas en perspectiva histórica y con respecto a pares, y siguen entrando flujos de inversión al conjunto de ETFs por ~40% del AUM en el último mes. Así, dadas perspectivas de recuperación económica, valorizaciones atractivas, una continuación de la política más pragmática, pro apertura comercial y desregulación, además del *momentum* accionario, se decide tomar una posición **OW en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantener la posición neutral

La sesión del Politburó se realizó iniciando el mes, sin ser anunciada previamente y pese a ser un lineamiento cualitativo más que cuantitativo, envió una señal verbal favorable. La primera reacción del mercado fue positiva ya que abarca los pilares necesarios para impulsar la economía, pero no está claro si se mantendrá en el tiempo; con miras al próximo año, el gobierno chino deberá ser efectivo en estimular la demanda interna, estabilizar el sector inmobiliario y el mercado de valores, mediante la implementación de políticas fiscales y monetarias más proactivas y eficientes, para que el mercado accionario logre un *outperformance* con respecto a pares emergentes. A mediados de diciembre, se realizará la reunión

anual del *Work Central Conference*, que de igual manera entrega lineamientos cualitativos más que cuantitativos, pero permitirá que el mercado evalúe el real compromiso del gobierno con frenar la desaceleración económica.

Por otro lado, la reelección de Trump obstaculiza el optimismo hacia la economía china y el mercado accionario. La probable nueva guerra comercial afecta principalmente el sentimiento de los inversionistas hacia el mercado chino, en conjunto con una economía más débil que durante el primer mandato de Trump y un control interno más amplio que presiona la confianza de los hogares. De esta manera, el mercado accionario chino probablemente se moverá al ritmo de los aranceles y retóricas del gobierno ante la tensión comercial con Estados Unidos. No obstante, la selección de Trump de David Perdue como embajador en China, se internalizó como un giro más pragmático y donde se podría mantener una relación más cordial.

Luego de la victoria de Trump, quedó en evidencia el riesgo que representa para la economía China y de esta manera las acciones retrocedieron USD 4.5%. Al parecer, las valorizaciones atractivas e implementación de medidas no logran convencer al mercado que es un punto de inflexión para recuperar la confianza y se observan salidas de flujos tanto del conjunto de ETF como del principal ETF en el último mes (por 9% del AUM). Al mismo tiempo que las proyecciones de crecimiento de utilidades para el próximo año se corrigen a la baja y se encuentran ~9%.

Por el lado económico, los índices PMI de noviembre se mantienen levemente sobre el terreno neutral; el de manufacturas mejora (51.5 pts) y el de servicios se mantiene sin cambios (51.5 pts.), con perspectivas más optimistas en el sector privado para los próximos 12 meses. Sin embargo, las exportaciones, el principal motor de crecimiento económico de este año, decepcionaron al crecer 6.7% anual en noviembre. Incluso, algunos agentes del mercado proyectan que la autoridad podría imponer una meta crecimiento menor (entre 4.5 – 5%) para el próximo año, mientras que las perspectivas del mercado se aproximan a un crecimiento ~4.5% en 2025. Por el lado de los precios, la inflación se mantiene cercana a cero (0.2% anual en noviembre) y para el próximo se espera que continúen las presiones deflacionarias. Por su parte, el Banco Central mantuvo el conjunto de tasas durante noviembre y las tasas de préstamo a 1 y 5 años continúan en 3.10% y 3.60% respectivamente, aunque luego de la reunión del Politburó se esperan recortes más agresivos dentro de los próximos meses. Considerando el conjunto de factores; datos mixtos, salida neta de flujos, pero valorizaciones atractivas y optimismo ante la implementación de medidas, **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas**, debido a la volatilidad a la que estarán sujetas según los anuncios del nuevo gobierno de EE.UU.

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral

Las economías de Asia EM ex China se caracterizan por ser exportadoras, con excepción de India. A su vez, Corea del Sur y Taiwán cuentan con el apoyo de EE.UU. para defenderse de amenazas de Corea del Norte y China respectivamente, además de ser economías con amplia apertura comercial. De esta manera, y considerando que los mercados están atentos a quiénes serán los ganadores del triunfo de Trump, no creemos que Asia EM ex China sea el caso. En este sentido, ciertos países sufrirán una desaceleración económica, junto con una inflación que seguirá a la baja. Por su parte, en India, la baja apertura comercial, neutralidad política y solidez macroeconómica interna, además de un mercado que se caracteriza por ser defensivo dentro de emergentes, podría ser más resiliente ante un triunfo de Trump.

Durante noviembre, las acciones **indias** rentaron -USD 0.6%, presentando un *outperformance* relativo a emergentes (USD -3.7%), una dinámica que mantuvo en general durante el año y que conversa más con el desempeño de

desarrollados. A pesar del aumento en la volatilidad en el mercado accionario tras la acusación de soborno y fraude al grupo Adani en Estados Unidos, el impacto fue limitado debido a la disminución del peso del conglomerado en los índices accionarios, ocurrida después del informe de Hindenburg Research en enero de 2023. Por el lado económico, el PMI de manufactura y servicios se mantiene en terreno expansivo. Esto, en línea con una proyección de crecimiento para 2025 que se espera continúe liderando a nivel global, expandiéndose sobre 6.5%, impulsada por un mayor gasto del gobierno. Por el lado de los precios, la inflación de octubre se aceleró a 6.2% anual, casi el doble del registro de julio (3.6%) presionada por la contribución del precio de los alimentos. Por ello, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 6.5%; la autoridad monetaria enfatizó que, pese a la desaceleración económica, el organismo continúa centrado en el retorno de la inflación en la meta de 4%. Hacia adelante se espera que las presiones inflacionarias disminuyan con el inicio de la temporada del kharif (cultivo monzónico) y una mejor cosecha dada la positiva temporada monzónica, lo que le daría espacio al BC para iniciar con los recortes de tasas. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas, y durante el último mes, se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF por 2% de AUM. Al mismo tiempo, se mantiene una proyección de crecimiento de utilidades a doble dígito (16%) para el próximo año. Finalmente, las perspectivas del mercado indio de diversos agentes del mercado es positiva para 2025 en comparación con pares emergentes, destacando los soportes estructurales: un crecimiento económico sólido, política interna estable y neutralidad geopolítica. Además de ser uno de los países menos expuesto a ruidos geopolíticos tras la reelección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos. En conjunto con datos económicos sólidos, pese a la pérdida de *momentum* del mercado, pero con un carácter defensivo y con soportes estructurales, **se decide llevar a overweight las acciones indias desde neutral.**

Las acciones **surcoreanas** han seguido el rumbo de los acontecimientos políticos y retrocedieron USD 5.5% en noviembre y el won se depreció 1.4% respecto al dólar. Al iniciar el mes de diciembre, el (aún) presidente Yoon sorprendió al mundo al implementar la Ley Marcial, la cual fue rápidamente rechazada por el poder legislativo por unanimidad y ha derivado en manifestaciones contra el presidente. Esto fue seguido de una moción para la destitución de Yoon, que de igual manera fue rechazada. Sin embargo, se mantiene la presión para que renuncie e incluso se le prohibió salir del país, sosteniendo un entorno político incierto y sin un calendario definido sobre qué ocurrirá. De esta manera el índice Kospi ha caído ~3.9% en KRW desde la implementación de la Ley Marcial el 9 de diciembre. Sin embargo, en lo más reciente, la Asamblea Nacional, aprobó el presupuesto para 2025 lo que ha ayudado a disipar algo de la incertidumbre, no obstante, esta podría afectar negativamente la confianza de los consumidores durante el inicio del próximo año. Por otro lado, quedó en segundo plano el anuncio del plan de recompra de acciones por ~7.2 bn de Samsung a mediados de noviembre, que se implementará dentro de los próximos 12 meses y que iría en línea con el programa *Value Up* que tiene como objetivo aumentar la valorización y eficiencia de las empresas. Así, pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones lucen atractivas. Se observan salidas netas de flujos durante el último mes tanto desde el principal ETF (por ~9% de AUM) como desde el conjunto de ETFs. Sin embargo, dentro de países emergentes, lidera la proyección de crecimiento de utilidades para 2025 (~22%), y esta se corrige al alza. Por el lado macroeconómico, se mantiene un escenario débil para el próximo año, esperando una desaceleración en el crecimiento económico a 1.9%, con un consumo privado que no logra recuperarse y presionado por eventual aumento de aranceles tras la reelección de Trump y el efecto negativo en el crecimiento, dado su grado de apertura comercial y la relevancia del sector exportador. Por otro lado, los precios continúan a la baja (inflación de 1.5% anual en noviembre) y el Banco Central recortó sorpresivamente la tasa de interés en 25 pbs. por segunda vez, hasta 3.0%, debido a la debilidad económica, pese a la presión sobre el won. Además, la autoridad monetaria, ante la incertidumbre política, anunció que podría acelerar los recortes de tasa de ser necesario y que podría intervenir el mercado para mantener la liquidez necesaria. Finalmente, un riesgo latente que

se debe mantener presente, son las tensiones fronterizas con Corea del Norte que también se podría ver afectada si Trump cumple su amenaza de disminuir el apoyo de defensa. En el contexto de desaceleración económica, incertidumbre política y salida de flujos, **se decide aumentar el *underweight* en acciones surcoreanas.**

Las acciones **taiwanesas** cayeron USD 4.3% en noviembre y el dólar taiwanés se depreció 1.5%. Las acciones transan con valorizaciones sobre su promedio histórico en la razón P/U *fwd.*, mientras que se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF del país por 5% del AUM durante el último mes. En el ámbito macroeconómico, el PMI de noviembre mejora levemente pasando a terreno expansivo (51.5 pts.). Para el próximo año se anticipa una desaceleración económica, dada la moderación de la demanda de semiconductores, además de la susceptibilidad a eventos climáticos, evidenciado en los últimos meses y un comercio internacional que podría verse presionado por un eventual aumento de aranceles y alto grado de apertura comercial. Por el lado de la inflación, el registro de octubre se situó en 2.1% anual, mientras que el Banco Central realizará reunión de política monetaria la semana del 16 de diciembre y se espera que mantenga la tasa en 2.0%. Hacia adelante, la autoridad monetaria ha señalado que se mantendrá monitoreando la actual composición del índice de precios y por ende los movimientos de tasas se mantienen sujetos a ello, aun así, el mercado proyecta una inflación ~2.3% al cierre del próximo año, un escenario para iniciar con los recortes de tasa. En lo geopolítico, China responde con ejercicios militares a la visita de Lai en territorio estadounidense en Hawái y Guam, lo que mantiene la tensión en el estrecho, sumado a la dependencia de defensa de EE.UU, y al igual que hacia Corea, Trump ha puesto en duda este apoyo. De esta forma, dadas las valorizaciones ajustadas, salida de flujos y un escenario de desaceleración, pero que mantiene soporte de la industria de semiconductores, **se decide mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

En **Indonesia**, el actual presidente Prabowo Subianto ha buscado disipar la incertidumbre política y se ha reunido con empresarios estadounidenses para impulsar la inversión en el país. Aun así, la confianza no se logra plasmar en la confianza de los inversionistas y se observan salidas netas de flujos durante el último mes desde el principal ETF (por 8% del AUM), mientras que las acciones indonesias lideraron las caídas en la región (USD -7.7%) en noviembre. Aunque hacia 2025 las perspectivas son positivas ya que la economía se mantendría resiliente, impulsada por el consumo privado, se mantiene latente el riesgo de populismo y gobernanza por parte de Prabowo. Continuando con las valorizaciones, estas transan atractivas, pero la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja. Por el lado económico, el PMI manufacturero de noviembre se mantiene en terreno contractivo (49.6 pts.) por quinto mes consecutivo. Por su parte, la inflación de noviembre cayó a 1.6% anual, y el Banco Central decidió mantener pausado los recortes de tasa de política monetaria, continuando con la tasa en 6%, principalmente para dar soporte a la moneda, que durante noviembre se depreció 0.9% respecto el dólar. Aunque el mercado espera un recorte en la reunión de diciembre, el BC podría no tener espacio para bajar la tasa. Para el próximo año, se proyecta que la inflación se mantenga en el rango objetivo (2-4%), dando soporte a la continuidad de recortes. En el contexto donde el mercado no logra traccionar, salidas de flujos, proyección de utilidades se corrige a la baja y un sentimiento aún presionado, **se decide aumentar el *underweight* en acciones indonesias.** Por otro lado, en **Tailandia** el PMI de manufacturas se mantiene débil, apenas mejorando hasta 50.2 pts. durante noviembre. En tanto, se proyecta una desaceleración económica presionada por la lenta recuperación del comercio y el turismo. Con respecto a la inflación, ésta alcanzó 1.0% anual en noviembre, pero bajo las expectativas, para 2025 se espera que las presiones deflacionarias se mantengan. La tasa de referencia se mantiene en 2.25% ya que durante noviembre no se realizó reunión de política monetaria, y se espera que en la reunión de diciembre esta se mantenga sin cambios. Por el lado del mercado, el *momentum* se desvanece presionado por el entorno actual y las acciones tailandesas rentaron USD -5.4% en noviembre. Los datos de mercado siguen positivos ya

que las valorizaciones se mantienen atractivas, continúa la entrada neta de flujos al principal ETF durante el último mes por 6% del AUM y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para el próximo año (~17%). De este modo, dado valorizaciones atractivas, entrada neta de flujos, utilidades que se corrigen al alza, pero rezago de datos económicos y mercado accionario, se decide **mantener neutrales las acciones tailandesas**.

EMEA

Se decide mantener el *underweight* en acciones de la región en el caso de una cartera emergente.

En **Sudáfrica**, las perspectivas para el próximo año son positivas. Luego de las elecciones se ha mantenido el optimismo en torno a la nueva administración, pese a la tensión que se ha observado entre los principales partidos del bloque. Aun así, se espera una aceleración del crecimiento económico, con un espacio fiscal que podría ser más limitado para abordar los principales desafíos. En este sentido, el Banco Central ha alertado cómo los problemas en infraestructura, como de la red eléctrica y de logística de transporte, que además de ser un obstáculo para la economía, amenazan el sistema financiero del país. Por el lado de la inflación, ésta continúa cediendo y durante octubre registró 2.8% anual, una tónica que se mantendrá el próximo año. De esta manera, el Banco Central tiene espacio para continuar recortando la tasa en la próxima reunión en enero, luego de la bajada de en 25 pbs. hasta 7.75% en noviembre. Por el lado del mercado, durante noviembre las acciones sudafricanas cayeron USD 4.5% y el rand se depreció 2.5% respecto al dólar, en un mes donde el oro retrocedió. Por otro lado, las valorizaciones de las acciones lucen ajustadas, transando sobre su promedio histórico a 5 años en la razón P/U *fwd.*, mientras los flujos pierden dinamismo durante los últimos tres meses, pero la proyección de utilidades se corrige al alza para el próximo año (~25%). En el contexto de una política interna aún con buen *momentum*, valorizaciones ajustadas, pero con salida de flujos y eventuales riesgos internos, se **decide mantener neutral las acciones sudafricanas**.

Las acciones **turcas** subieron USD 7.8% en noviembre, mientras que la lira turca se depreció 1.3%. Esto pese a la continuidad de las tensiones con el grupo Kurdos, las cuales derivaron en protestas y varios detenidos. Pasando a valorizaciones, las acciones lucen caras, con una marginal entrada neta de flujos durante el último mes, pero se observan salidas netas de flujos durante los últimos tres meses y YTD desde el principal ETF del país y el crecimiento de utilidades se corrige al alza para el próximo año. Por otro lado, la economía continúa débil y el PMI de manufacturas se mantiene por octavo mes consecutivo bajo 50 pts. Por el lado de los precios, estos continúan desacelerándose (47.1% anual en noviembre), sorprende sobre las expectativas y el Banco Central ha mantenido la tasa de referencia en 50.0% desde abril, en la reunión de diciembre podría mantener la tasa dada la continuidad de presiones inflacionarias. Para el próximo año, se espera que el crecimiento económico continúe presionado por el alto nivel de inflación y tasas, aunque continuará la desaceleración inflacionaria y bajada de tasas. Debido a la debilidad macroeconómica, pero valorizaciones ajustadas y retorno de flujos, **se decide neutralizar las acciones turcas desde *underweight***.

Finalmente, **Arabia Saudita** es una economía que depende del petróleo y la ratificación de retrasos de normalización de producción petrolera hasta al menos fines del primer trimestre de 2025 presiona el crecimiento y la continuidad de implementación de la Vision 2030, lo que pone en duda la continuidad del ritmo de inversión en proyectos en esta línea. De igual manera las proyecciones para el próximo año para el precio del petróleo se mantienen deprimidas, con un exceso de oferta que presiona los precios a la baja. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantiene en terreno expansivo (59 pts.) en noviembre, sin embargo, la industria petrolera continúa prevaleciendo en la economía. Por el lado accionario,

las acciones retrocedieron USD 3.4% en noviembre, con valorizaciones que lucen atractivas y salida neta de flujos desde el conjunto de ETFs durante el último mes. En el contexto de una economía dependiente del petróleo, perspectivas deterioradas tanto económicamente como del precio del petróleo y salidas de flujos, se **decide llevar a *underweight* las acciones saudíes desde neutral.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se toma una posición neutral en *treasury* de 2, 10 y 30 años. Se mantiene el *UW* en TIPS

En 2024, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) finalmente comenzó el esperado ciclo de recortes de la tasa de referencia, luego de 13 meses con el rango de tasas de política monetaria en máximos. Sin embargo, a pesar del sesgo de política monetaria expansiva, las tasas de interés aún se mantienen elevadas en la medida que la economía se muestra resiliente y creciendo sobre su nivel tendencial.

La economía norteamericana sigue mostrando señales de fortaleza y el actual escenario de *soft landing*, consenso dentro del mercado, podría evolucionar a un escenario de *no landing* ante el impulso de las políticas de Trump. En primer lugar, la actividad económica se mantiene fuerte y se espera que la economía crezca un 2.7%, con las empresas siendo resilientes al ajuste monetario y con medidas como los recortes de impuestos corporativos beneficiándolas. En segundo lugar, el mercado laboral, continúa enfriándose gradualmente, la economía sigue creando empleo y la tasa de desempleo se mantiene levemente por sobre el 4%. No obstante, las políticas migratorias de Trump podrían tener un impacto significativo en el mercado laboral al reducir la fuerza de trabajo generando presiones sobre los sueldos. Por último, último, la inflación continúa desacelerándose y acercándose a la meta del 2%, sin embargo, la inflación de servicios aún se mantiene relativamente alta y las políticas de tarifas a las importaciones podrían generar presiones adicionales en los precios de los bienes, por lo que la trayectoria inflacionaria de mediano plazo es incierta y altamente dependiente de las medidas del gobierno y la respuesta del Fed a éstas.

De esta manera, estas últimas semanas el mercado ha moderado los recortes esperados para el próximo año y con las expectativas de un gobierno de Trump más inflacionario continúa esperando un recorte de 25 pbs. en la reunión de diciembre, pero reduce la cantidad de recortes en 2025 de cuatro a dos o tres. No obstante, como ya se mencionó, los últimos nombramientos de Trump -principalmente Bessent- dieron alivio a los inversionistas y con ello se moderaron las tasas de interés a niveles que parecen justos con el escenario económico. Es así que, la tasa del tesoro de 2 años baja a 4.14% y la tasa de 10 años vuelve a 4.22%, luego de acercarse a 4.5% al día siguiente de la elección.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- tras alcanzar máximos del año en el periodo eleccionario, vuelve a moderarse y cae a 85 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan a la baja en el último mes para ubicarse en 2.32% y 2.25% respectivamente, reaccionando a un escenario de un gobierno de Trump menos inflacionario y más responsable fiscalmente.

Dado lo anterior, y ante tasas de interés que transan en niveles acordes con las condiciones macro financieras, se mantiene una duración neutral en la cartera. Mientras que en los *treasuries* se neutraliza la exposición a 2, 10 y 30 años. La parte corta de la curva se encuentra más expuesta riesgos de inversión con una política monetaria

expansiva y la larga, vulnerable a una elevada volatilidad. Por su parte, se mantiene el UW en TIPS dada una moderación en las expectativas inflacionarias.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral

Por el lado de *Investment Grade*, durante el año observamos como tanto el Banco de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo mantuvieron políticas monetarias relativamente alineadas y a pesar de que la entidad europea se adelantó al Fed en el ciclo de recortes, ambos bancos centrales mantuvieron su enfoque de data dependencia y esperan continuar ajustando su tasa de referencia gradualmente a medida que la inflación ceda hacia la meta del 2%. Sin embargo, el próximo año podríamos observar que las políticas monetarias desarrolladas toman diferentes caminos y en EE.UU. ante la fuerte actividad económica y las presiones fiscales adicionales que generaría el programa de Trump junto con el potencial impacto inflacionario que tendrían las tarifas, el Fed sería menos agresivo en cuanto al ciclo de recortes. Por su parte, en Europa tanto el BCE como el BOE mantendrían un enfoque de ajuste gradual en la medida que la desaceleración económica continúe.

En cuanto a *Investment Grade*, en noviembre la clase de activo tuvo un desempeño de 1.3% explicado por un mix de compresión de spreads -dadas las mejores perspectivas económicas luego de la elección de Trump- y caída de las tasas base. Por otro lado, la clase de activo aún mantiene cierto atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 4.5% y una mayor calidad crediticia con respecto a otros activos. En cuanto a valorizaciones, los *spreads* se mantienen resilientes en línea con la fortaleza económica en EE.UU., sin embargo, nos parece que las valorizaciones son poco atractivas. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral

En cuanto a *high yield*, durante 2024 la clase de activo se consolida nuevamente como uno de los grandes ganadores del año ofreciendo protección ante la elevada volatilidad de las tasas producto de su menor duración y generando un *outperformance* con respecto al resto de activos de renta fija. De esta manera la clase de activo acumula una rentabilidad de 11% en lo que va del año y el buen desempeño de la clase de activo viene explicado principalmente por el comportamiento de los *spreads*, los cuales continúan comprimiéndose a niveles bajo promedios históricos a medida que el mercado descarta la recesión, se consolida un escenario más benigno para EE.UU. e incluso se comienza a hablar de un *no landing* de la economía norteamericana.

Mirando hacia 2025, ante el resultado de la elección y el sesgo positivo de Trump hacia el sector corporativo, mejoran las perspectivas para la clase de activo, la cual continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 6.8%. Por otro lado, la menor duración hace que la clase de activo sea defensiva en un entorno de tasas aun incierto sobre todo en la parte larga de la curva. No obstante, los niveles actuales de valorizaciones no nos parecen un punto de entrada atractivo y podría haber cierta sobre-reacción del mercado al resultado eleccionario dando cierto espacio para correcciones de *spreads*. Por otro lado, mantenemos nuestro escenario de *soft landing*. Así, esperamos que continúe el enfriamiento gradual de empleo en EE.UU. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral Global HY.**

DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el neutral en deuda soberana y *local markets*, y OW en bonos corporativos HY e IG

Con respecto a la deuda emergente, 2024 estuvo marcado por la fuerte correlación de las tasas de países emergentes con las tasas de los bonos del tesoro norteamericano. En un año en donde observamos una elevada volatilidad, el *treasury* de 10 años se movió entre un rango de 3.6% a 4.7%, de manera que, los activos de renta fija emergentes se acoplaron a los movimientos externos y observamos pronunciados periodos de *rally* y *sell-off* en las clases de activo de renta fija. A pesar de la elevada correlación, en lo que va del año la deuda emergente mantiene un *outperformance* con respecto a la deuda desarrollada tanto en la parte soberana como corporativa.

Hacia 2025 se mantienen las perspectivas positivas para la deuda emergente; la cual es atractiva no solo por los elevados *yields* vs. desarrollados, sino que también por el potencial de apreciación ante las caídas en tasas a medida que los bancos centrales emergentes continúan con el ciclo de recorte de tasas.

Respecto a la deuda soberana emergente, la clase de activo acumula un desempeño de 9% en lo que va del año, similar al desempeño de la deuda soberana desarrollada. Por otro lado, la clase de activo aún ofrece elevados niveles de *yield* (7.5%) y la mayor duración impulsaría los retornos en un entorno en que los bancos centrales continúan recortando tasas. Sin embargo, en el volátil 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 la deuda corporativa emergente, para el próximo año se mantiene la preferencia por *Investment Grade* desde una perspectiva de riesgo-retorno. La mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a eventos riesgos locales y globales, mientras que mantiene un *yield* atractivo de 5.4%. Por su parte, la clase de activo posee una duración en de la parte media de la curva con mayor protección a la volatilidad de las tasas largas. A su vez, a pesar de que los bancos centrales de países emergentes han moderado el ciclo de recorte de tasas en línea con el Fed, igualmente esperamos que continúen con el ajuste monetario, por lo que aún hay espacio para apreciaciones por caídas de tasas en mercados emergentes.

En cuanto a *High Yield*, en 2024 se consolida como la clase de activo de renta fija con mejor retorno dentro de la cartera del TAACO, acumulando una rentabilidad de 12% y generando un *outperformance* con respecto a *High Yield* desarrollado. Por su parte, la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 7.9%, mientras que los *spreads* se han acoplado a los movimientos globales y se comprimen ante la fortaleza de la economía estadounidense y la expectativa de un mayor apoyo de Trump al sector corporativo. En adelante, 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% y disminuirían a 2.7% en 2025.

Por el lado de *local markets*, la deuda emitida en monedas emergentes pasó por momentos complejos durante el año y este último trimestre, y a pesar del recorte de tasas del Fed, el dólar se apreció significativamente. A lo largo del año el DXY ha subido casi 5%, impulsado principalmente por el resultado de la elección presidencial en EE.UU., en donde, las

medidas proteccionistas de Trump y el efecto inflacionario de las tarifas mantendrían la presión apreciativa sobre la moneda americana, generando una pérdida de valor en las monedas emergentes.

En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y local markets, junto con la sobreexposición en bonos corporativos IG y HY.**

Exposición a Monedas | Diciembre 2024

Monedas	Bench.	Nov	Dic	OW/UW	Cambio	
USD	57.5%	57.5%	57.2%	UW	-0.3%	-
EUR	7.5%	7.0%	7.6%	OW	0.1%	+
GBP	1.5%	2.0%	1.6%	OW	0.1%	-
JPY	2.5%	2.0%	2.6%	OW	0.1%	+
GEMs	31.0%	31.5%	31.0%	OW	0.0%	-
	100%	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 se neutraliza la exposición resultante corta en euro y yen en desmedro de monedas emergentes. Si bien tanto yen como euro se verían presionadas, principalmente, la primera mitad de 2025, la caída significativa que tuvieron en noviembre deja espacio para correcciones técnicas durante diciembre.

Resultados TAACo Global | Noviembre 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%	50%	0%	0.4%	0.19%	0.2%	0.0	-1.0
Renta Fija	50%	50%	0%	0.5%	0.26%	0.3%	0.0	0.4
Caja	0%	0%	0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					0.45%	0.44%	0.0	-0.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	14.0%	13.0%	-1.0%	-2.7%	-0.37%	-0.35%	3.1	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	-2.7%	-0.03%	-0.03%	0.0	
UK	3.0%	4.0%	1.0%	1.4%	0.04%	0.06%	1.0	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	6.6%	1.12%	1.12%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	5.0%	0.75%	0.75%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	10.2%	0.41%	0.41%	0.0	
Japan	5.0%	4.0%	-1.0%	0.6%	0.03%	0.02%	-0.2	
Desarrollados	59.0%	58.0%	-1.0%	3.3%	1.95%	1.98%	3.8	
LatAm	5.0%	6.0%	1.0%	-5.5%	-0.28%	-0.33%	-5.9	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	0.0%	-6.2%	-0.06%	-0.06%	0.0	
China	10.0%	10.0%	0.0%	-4.4%	-0.44%	-0.44%	0.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	-3.3%	-0.66%	-0.66%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-2.4%	-0.12%	-0.12%	0.0	
Emergentes	41.0%	42.0%	1.0%	-3.8%	-1.56%	-1.62%	-5.9	
Equities					0.38%	0.36%	-2.1	
Treasuries 2Y	5.9%	5.0%	-0.9%	0.3%	0.02%	0.01%	0.2	
Treasuries 10Y	12.4%	13.4%	1.0%	1.0%	0.13%	0.14%	0.5	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	2.0%	0.14%	0.14%	0.0	
US Tips	2.8%	0.7%	-2.1%	0.5%	0.01%	0.00%	0.1	
Global Corporate IG	27.5%	27.5%	0.0%	0.6%	0.17%	0.17%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	0.4%	0.02%	0.02%	0.0	
Deuda Desarrollados	60.1%	58.1%	-2.0%	0.8%	0.48%	0.48%	0.8	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.2%	0.13%	0.13%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.3%	1.0%	0.6%	0.02%	0.03%	0.1	
EM Corporate HY	4.8%	5.8%	1.0%	0.4%	0.02%	0.02%	-0.2	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	-0.6%	-0.13%	-0.13%	0.0	
Deuda Emergente	39.9%	41.9%	2.0%	0.1%	0.04%	0.05%	0.0	
Fixed Income					0.52%	0.53%	0.8	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de noviembre de 2024

En noviembre se mantuvo la posición neutral entre acciones y bonos, dejando la cartera sin caja. Al 30 de noviembre la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 0.44%, en línea con el desempeño del *benchmark*.

Durante noviembre a nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos no generó ganancias ni pérdidas por la neutralidad de la cartera respecto al *benchmark* (ii) la selección de instrumentos fue marginalmente negativa: generó ganancias el corto Europa y largo UK, pero restó el largo LatAm. En bonos sumó el corto en *treasuries* de 2 años y OW en 10 años en un mes que vimos caídas de las tasas de interés.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.4%	-0.1%	7.7%	12.0%	1.7%	4.1%	4.0%	5.1%	10.4%
Benchmark	0.5%	0.1%	8.1%	12.6%	0.7%	3.4%	3.3%	3.9%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-1	-15	-39	-56	102	74	66	125	
Acciones	0.4%	0.3%	12.6%	17.6%	3.0%	6.8%	5.3%	4.0%	15.2%
Benchmark	0.4%	0.4%	12.9%	17.8%	2.9%	6.7%	5.2%	3.6%	15.1%
Europe ex UK	-2.7%	-8.3%	0.3%	5.4%	0.6%	4.2%	2.9%	2.8%	19.9%
Europe Small Cap ex UK	-2.7%	-8.8%	-4.0%	3.5%	-5.8%	2.8%	4.5%	6.6%	23.9%
UK	1.4%	-3.9%	10.6%	15.6%	8.4%	6.0%	3.8%	4.6%	19.4%
US Large Cap Growth	6.6%	8.8%	34.2%	38.9%	10.4%	20.4%	17.0%	--	21.6%
US Large Cap Value	5.0%	5.4%	22.1%	28.2%	9.2%	9.9%	8.7%	--	16.7%
US Small Caps	10.2%	10.8%	21.0%	34.7%	5.9%	11.2%	9.8%	9.6%	24.0%
Japan	0.6%	-4.6%	6.8%	11.3%	1.4%	3.2%	4.1%	2.0%	16.0%
Desarrollados	4.6%	4.4%	21.8%	27.8%	8.8%	12.4%	10.1%	7.2%	18.4%
LatAm	-5.5%	-10.3%	-21.6%	-15.1%	6.2%	-0.2%	0.0%	6.9%	30.3%
LatAm Small Cap	-6.2%	-9.4%	-26.3%	-20.0%	-1.3%	-6.0%	-3.7%	5.0%	33.1%
China	-4.4%	11.4%	16.3%	13.5%	-7.9%	-2.4%	1.7%	7.2%	28.0%
EM Asia ex China	-3.3%	-6.0%	9.6%	16.7%	3.5%	9.7%	6.9%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	-2.4%	-2.8%	8.0%	12.3%	2.7%	11.8%	6.4%	9.2%	19.6%
EM Europe and Middle East	-1.8%	-3.2%	0.9%	5.6%	-9.2%	-4.2%	-3.9%	2.2%	19.7%
Emergentes	-3.6%	-1.7%	7.7%	11.9%	-1.6%	3.3%	3.3%	7.7%	18.4%
Renta fija	0.5%	-0.2%	3.5%	7.4%	-1.3%	0.2%	1.5%	4.2%	6.5%
Benchmark	0.5%	-0.3%	3.5%	7.4%	-1.6%	-0.2%	1.1%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	0.3%	0.4%	3.5%	4.7%	0.8%	1.1%	1.1%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	1.0%	-1.3%	1.0%	5.1%	-4.7%	-1.7%	0.4%	3.4%	8.3%
Treasuries 30Y	2.0%	-1.8%	-1.9%	6.2%	-13.5%	-6.3%	-0.7%	4.1%	16.4%
US Tips	0.5%	0.2%	3.5%	6.3%	-1.7%	2.3%	2.3%	4.3%	6.3%
Global Corporate IG	0.6%	-0.3%	3.1%	7.5%	-1.9%	0.3%	1.7%	4.3%	9.2%
Global Corporate HY	0.4%	1.1%	7.9%	11.9%	2.8%	3.8%	4.2%	6.9%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	0.8%	-0.5%	2.4%	6.8%	-2.7%	0.0%			
EMBI	1.2%	1.3%	8.0%	13.2%	0.0%	0.8%	3.0%	6.9%	11.6%
EM Corporate IG	0.6%	0.5%	5.9%	9.0%	-0.7%	1.1%	2.7%	--	6.6%
EM Corporate HY	0.4%	1.5%	11.9%	15.0%	1.4%	2.0%	4.6%	--	10.7%
EM Local Markets	-0.6%	-1.1%	1.8%	4.1%	0.4%	0.4%	0.5%	--	9.4%
Deuda Emergentes [1]	0.1%	0.1%	5.0%	8.1%	0.3%	0.0%			
Caja	0.4%	1.2%	4.9%	5.4%	3.8%	2.4%	1.7%	1.6%	0.7%
Oro	-3.0%	5.5%	27.6%	30.2%	13.7%	12.7%	8.4%	10.3%	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 aquéllas expresadas en el presente informe.