

| TAACo Global               | Desempeño |         |       |         |         |          |                      | Volatilidad<br>5 años* |
|----------------------------|-----------|---------|-------|---------|---------|----------|----------------------|------------------------|
|                            | Dic       | 3 meses | 2024  | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio<br>* ** |                        |
| TAACo                      | -1.8%     | -4.2%   | 5.8%  | 0.4%    | 3.1%    | 4.1%     | 5.0%                 | 10.4%                  |
| Benchmark                  | -1.7%     | -4.2%   | 6.3%  | -0.4%   | 2.4%    | 3.4%     | 3.8%                 | 10.2%                  |
| Out/Underperformance (bps) | -7        | -5      | -46   | 84      | 66      | 66       | 125                  |                        |
| Acciones                   | -1.9%     | -4.9%   | 10.5% | 1.3%    | 5.4%    | 5.4%     | 3.9%                 | 15.2%                  |
| Benchmark                  | -1.8%     | -4.8%   | 10.9% | 1.2%    | 5.3%    | 5.4%     | 3.5%                 | 15.1%                  |
| Renta Fija                 | -1.6%     | -3.5%   | 1.8%  | -1.9%   | -0.5%   | 1.5%     | 4.1%                 | 6.5%                   |
| Benchmark                  | -1.6%     | -3.6%   | 1.8%  | -2.2%   | -0.8%   | 1.2%     | 3.5%                 | 6.5%                   |
| Caja                       | 0.4%      | 1.2%    | 5.3%  | 4.0%    | 2.5%    | 1.7%     | 1.6%                 | 0.7%                   |
| Oro                        | -1.6%     | -0.8%   | 25.5% | 13.0%   | 11.5%   | 8.0%     | 10.2%                | 14.2%                  |

Resultados al 31 de diciembre de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

*It's something unpredictable* .....1

Asignación de Activos | Enero 2025 .....4

Resultados TAACo Global | Diciembre 2024 .....22

Desempeño Histórico .... 23

## It's something unpredictable<sup>1</sup>

El año 2024 cerró con una rentabilidad de las acciones globales a doble dígito, y un MSCI ACWI subiendo casi USD 16%, con solo tres meses negativos en lo corrido de 2024 (abril, octubre y diciembre). Nuevamente, el mercado accionario de EE.UU. fue el gran ganador, con un S&P 500 rentando sobre 20% por segundo año consecutivo. Desde que hay datos, esto solo se ha observado una vez en la historia, cuando la economía americana tuvo un *soft landing* entre 1995 y 1998. Por otra parte, la renta fija no tuvo la misma suerte, y es que las tasas de interés venían cayendo desde abril, pero con Trump avanzando en las encuestas para ser presidente de EE.UU. comenzaron a aumentar desde octubre. La tasa de 10 años del Tesoro norteamericano terminó subiendo 69 pbs. durante 2024 hasta 4.57%.

2024 también fue el año de las elecciones, en el que población equivalente a cerca de 60% del PIB global se sometió a votaciones. Sin duda, la más importante fue la de EE.UU., en la que Donald Trump triunfó, y logró obtener mayoría el partido Republicano tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado.

La pronta asunción de Trump al poder (20 de enero), es probablemente una de las fuentes del aumento de la volatilidad en los mercados desde diciembre del año pasado. La eventual implementación de los anuncios realizados durante su campaña elevaría significativamente la incertidumbre, incluyéndose dentro de éstos la imposición transversal de aranceles, deportaciones masivas de inmigrantes, recorte de impuestos, presionar la soberanía de sus vecinos y nuevas políticas de desregulación. Sin embargo, en la medida que el gobierno entrante vaya dando luces de cuáles serán sus principales

2024: un buen año para las acciones, no tanto para los bonos

El año pasado estuvo marcado por el triunfo de Trump y el partido Republicano

La pronta asunción de Donald Trump es probablemente la principal fuente de volatilidad de los mercados

<sup>1</sup> Extracto de la canción "Good Riddance" de Green Day

prioridades, el ruido comenzaría a disiparse. No obstante, la volatilidad podría permanecer en el corto, y hasta mediano, plazo.

Otra fuente de volatilidad en diciembre fue el sesgo adoptado por el FOMC (*Federal Open Market Committee*) en la última reunión del Fed (Banco de la Reserva Federal de EE.UU.). A pesar de que la entidad continuó con el recorte de tasas en línea con lo esperado -llevando la *Fed Funds Rate* a 4.25%-4.50%-, el comité adoptó una postura de mayor cautela hacia adelante. Las nuevas proyecciones y el *dotplot* mostraron un cambio en las perspectivas de la autoridad monetaria, que pasó de estimar cuatro recortes de 25 pbs. en 2025, a solo dos. A su vez, revisó al alza las expectativas de crecimiento e inflación PCE tanto para este año como para el próximo. La economía americana seguiría siendo resiliente y la inflación desafiante en la última milla.

El mercado reaccionó a estos cambios y comenzó a internalizar menos recortes de tasas para este año, lo que supuso otra fuente de incertidumbre. Algunos agentes del mercado incluso comienzan a internalizar que no esperan que el Fed continúe con los recortes este año, en este escenario de mayor inflación y resiliencia económica.

Las tensiones geopolíticas siguen siendo un foco de preocupación global y recientes discursos de Donald Trump dan a entender que posterior a su toma de posesión, algunos conflictos podrían incluso escalar, apareciendo un nuevo origen de inestabilidad. De todas maneras, esto sería solo en el corto plazo, en tanto en el mediano plazo y en línea con su gobierno anterior, el mandato de Donald Trump estaría asociado a una menor intensidad de tensiones bélicas/armadas.

Probablemente el principal objetivo y foco de atención del presidente electo será China. El gigante asiático será una de las principales víctimas de los aranceles o amenazas de éstos de parte de Trump, que hasta cierto punto creemos que va a utilizar para alcanzar acuerdos. El destino del mercado accionario chino dependerá de la capacidad de su gobierno de hacer frente a estas amenazas e imponer estímulos que sean efectivamente capaces de impulsar la demanda interna. Hasta ahora no lo ha logrado de manera sostenida, y su posición en el entorno global y enemistad -hasta cierto punto- con EE.UU., harán que el mercado accionario chino sea más vulnerable a nuevos shocks.

Volviendo a 2024, y a pesar de que el mercado accionario estadounidense haya sido nuevamente el gran ganador, ampliando la brecha con mercados emergentes, 2025 parece estar "*priced for perfection*". Aun cuando las valorizaciones de las acciones estadounidenses se han encarecido, y el *equity risk premium* (*earnings yield* – tasa del bono del Tesoro norteamericano a 10 años) del S&P 500 está en mínimos de más de 20 años, las perspectivas para la economía estadounidense son positivas; las proyecciones de

La última reunión del Fed y su sesgo más *hawkish* también añadió volatilidad al escenario

Se esperan menos recortes de tasas para 2025

Preocupaciones por tensiones geopolíticas latentes en el corto plazo

Mercado accionario chino vulnerable a nuevos shocks

2025 parece estar "*priced for perfection*"

crecimiento económico apuntan a una expansión sobre su potencial, con un mercado laboral sano y un consumo que sigue dando soporte.

Así, y en la medida que se acerca la asunción del nuevo presidente de EE.UU., y siempre sujeto a la impredecibilidad de sus palabras, el mercado podría a comenzar a internalizar que sus medidas no serían tan drásticas como sugirió durante su campaña, lo que podría gatillar un *relief rally*. De cierta forma, y dada su trayectoria como “hombre de negocios”, la rentabilidad del mercado accionario estadounidense sería una especie de termómetro de la aprobación de su gestión. A su vez, pensar en que no le va a preocupar la inflación tampoco parece sensato, considerando que fue una de sus principales banderas de campaña y ha sido una de las principales causas de estrés financiero de la clase media norteamericana.

Así, se mantiene la postura constructiva respecto del riesgo a pesar de la incertidumbre, con un leve *overweight* en acciones, pero a diferencia del mes pasado, se aumenta la subponderación en bonos, asignando una porción a caja dadas las nuevas fuentes de volatilidad. Dentro de la cartera accionaria, aumenta la preferencia por acciones estadounidenses y se mantiene la sobreexposición a América Latina, por su rezago y valorizaciones. En la cartera de renta fija, disminuye la duración tomando una sobreexposición en bonos del Tesoro norteamericano de 2 años mientras se sub ponderan papeles de 30 años.

En la medida que se conozcan las prioridades del nuevo gobierno de EE.UU., se podría gatillar un *relief rally*

Postura constructiva respecto del riesgo: *OW* acciones, *UW* bonos y *OW* caja

## Asignación de Activos | Enero 2024

| TAACo Global                  | Bench.        | Dic           | Ene           | OW / UW         | Cambio |                               |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------|-------------------------------|
| Acciones                      | 50%           | 52%           | 52%           | OW 2%           |        | Se mantiene                   |
| Renta Fija                    | 50%           | 48%           | 46%           | UW -4%          | -2.0%  | sobreponderación acciones y   |
| Caja                          |               |               | 2%            | OW 2%           | 2.0%   | aumenta corto bonos           |
| Oro                           |               |               |               | N               |        |                               |
| <b>Total Cartera</b>          |               |               |               |                 |        | OW caja                       |
| Europe ex UK                  | 14.0%         | 13.0%         | 13.0%         | UW -1.0%        |        |                               |
| Europe Small Cap ex UK        | 1.0%          | 1.0%          |               | UW -1.0%        | -1.0%  |                               |
| UK                            | 3.0%          | 3.0%          | 2.0%          | UW -1.0%        | -1.0%  | OW EE.UU. Large Cap Value y   |
| US Large Cap Growth           | 17.0%         | 17.0%         | 18.0%         | OW 1.0%         | 1.0%   | Growth                        |
| US Large Cap Value            | 15.0%         | 16.0%         | 16.0%         | OW 1.0%         |        |                               |
| US Small Caps                 | 4.0%          | 4.0%          | 4.0%          | N               |        | UW Europa Large y Small Caps  |
| Japan                         | 5.0%          | 4.0%          | 5.0%          | N               | 1.0%   |                               |
| <b>Mercados desarrollados</b> | <b>59.0%</b>  | <b>58.0%</b>  | <b>58.0%</b>  | <b>UW -1.0%</b> |        | UW Reino Unido                |
| LatAm                         | 5.0%          | 6.0%          | 6.0%          | OW 1.0%         |        |                               |
| LatAm Small Cap               | 1.0%          | 1.0%          | 1.0%          | N               |        | Se neutraliza Japón desde UW  |
| China                         | 10.0%         | 10.0%         | 10.0%         | N               |        |                               |
| EM Asia ex China              | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | N               |        | OW LatAm                      |
| EM Asia Small Cap             | 5.0%          | 5.0%          | 5.0%          | N               |        |                               |
| <b>Mercados emergentes</b>    | <b>41.0%</b>  | <b>42.0%</b>  | <b>42.0%</b>  | <b>OW 1.0%</b>  |        | Neutral China y Asia EM ex.   |
| <b>Total Acciones</b>         | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |                 |        | China                         |
| Treasuries 2Y                 | 5.9%          | 5.9%          | 7.0%          | OW 1.1%         | 1.1%   |                               |
| Treasuries 10Y                | 12.4%         | 12.4%         | 12.4%         | N               |        | En renta fija: UW duración    |
| Treasuries 30Y                | 7.2%          | 7.2%          | 6.5%          | UW -0.7%        | -0.7%  | desde neutral                 |
| US Tips                       | 2.8%          | 0.8%          | 0.8%          | UW -2.0%        |        |                               |
| Global Corporate IG           | 27.5%         | 27.5%         | 27.5%         | N               |        | US treasuries: OW 2 años y UW |
| Global Corporate HY           | 4.3%          | 4.3%          | 4.3%          | N               |        | 30 años                       |
| <b>Deuda desarrollados</b>    | <b>60.1%</b>  | <b>58.1%</b>  | <b>58.5%</b>  | <b>UW -1.6%</b> | 0.4%   | UW TIPS                       |
| EMBI                          | 10.8%         | 10.8%         | 10.4%         | UW -0.4%        | -0.4%  |                               |
| EM Corporate IG               | 3.3%          | 4.3%          | 4.3%          | OW 1.0%         |        | Neutral Global Corporate IG y |
| EM Corporate HY               | 4.8%          | 5.8%          | 5.8%          | OW 1.0%         |        | HY                            |
| EM Local Markets              | 21.0%         | 21.0%         | 21.0%         | N               |        |                               |
| <b>Deuda emergente</b>        | <b>39.9%</b>  | <b>41.9%</b>  | <b>41.5%</b>  | <b>OW 1.6%</b>  | -0.4%  | RF emergente: OW CEMBI IG y   |
| <b>Total Renta Fija</b>       | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |                 |        | HY, neutral local markets y   |
|                               |               |               |               |                 |        | UW EMBI                       |

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se mantiene UW Large Cap y se lleva a UW Small Cap

Con el inicio de 2025 se mantienen las perspectivas negativas para la Eurozona y si bien se espera una aceleración del crecimiento económico con respecto del 0.8% que habría crecido en 2024, el mercado ajusta a la baja sus estimaciones de crecimiento para 2025 de 1.2% a 1%, afectado principalmente por temas domésticos y riesgos geopolíticos.

Por su parte la región inicia el año con una crisis de liderazgo en donde las dos principales potencias. Alemania y Francia, atraviesan problemas políticos internos. Alemania se prepara para las elecciones parlamentarias del 23 de febrero tras

el colapso de la coalición de gobierno, en donde, las principales preocupaciones de los votantes son la inmigración y el crecimiento económico. De esta manera, las encuestas anticipan un giro político más hacia la centroderecha, liderada por la Unión Cristianodemócrata (CDU/CSU), en busca de una reactivación del crecimiento económico y de la industria manufacturera. Por su parte en Francia, el nuevo primer ministro François Bayrou se enfrenta al desafío de ejecutar el nuevo presupuesto y de estabilizar las finanzas públicas francesas para reducir el déficit fiscal desde su nivel actual de 6.1% del PIB, ante el riesgo constante de una moción de censura por parte del parlamento, manteniendo así elevada la incertidumbre económica y financiera en la economía francesa. Por otro lado, a días del inicio del segundo gobierno de Donald Trump en EE.UU., la Unión Europea tendrá que hacer frente a su decisión de terminar o no con el financiamiento a Ucrania, forzando a los países europeos a aumentar su gasto en defensa y presionando la convergencia fiscal, junto con sus políticas de comercio exterior y las amenazas de aranceles a productos europeos.

Es así que el escenario para el bloque europeo se mantiene incierto tanto en lo político como económico; con una inflación que cede y una demanda deprimida, el mercado prevé una política monetaria que podría ser más expansiva que en EE.UU. En tal sentido, la inflación de diciembre se aceleró a 2.4% anual desde 2.3% (2.7% el registro subyacente). En adelante, los riesgos de inflación al alza son acotados y a pesar de que se desvanece el efecto de base de comparación en el precio de energía, la débil demanda deja poco espacio para que las empresas suban los precios. Así, 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 durante el año.

En diciembre las acciones del Stoxx 50 cayeron 0.2% (en USD), presionadas por una depreciación de casi 2% del euro. De esta manera, aunque extendieron las caídas de noviembre, el índice cerró 2024 con un retorno de 1.3% (en USD), un *underperformance* respecto pares desarrollados y manteniendo su rezago. De esta manera, las valorizaciones siguen 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. Este descuento se mantiene en *large* y *small caps*, estas últimas con un descuento del 34% respecto pares desarrollados, superior al 18% histórico.

Se estiman retornos accionarios acotados para este año, presionados por una débil economía, problemas políticos internos que afectan la confianza de los consumidores e inversionistas y riesgos geopolíticos. Además, cabe tomar en cuenta la alta dependencia comercial con China -que no logra generar tracción-, tanto por el sector industrial, automotriz y de consumo de lujo. Según Factset, para 2025 las utilidades corporativas crecerían 8.4%, proyección que se ha corregido a la baja en los últimos tres meses y se compara negativamente con pares desarrollados.

Finalmente, el *momentum* de flujos actual continúa debilitado. Según EPFR, se observan salida de flujos durante las últimas 15 semanas y hacia delante no se espera un cambio de tendencia, por lo que los flujos continuarían presionados.

Debido a la incertidumbre política, posibles fricciones comerciales y perspectivas económicas y corporativas deterioradas, **se decide mantener la posición *underweight* en acciones *Large Cap* y llevar a *underweight* acciones *Small Cap* europeas.**

## **REINO UNIDO: Se decide llevar la posición a *UW***

A pesar de que se espera que la economía continúe con su senda de recuperación en 2025, acelerando su crecimiento de 0.9% a 1.4%, la situación económica del Reino Unido se mantiene bastante compleja. Con un mercado laboral que

se mantiene ajustado, salarios con presiones al alza y las amenazas arancelarias de EE.UU., la convergencia de la inflación hacia la meta se ve cada vez más lejana y se posterga al menos hasta 2026. En tal sentido y a pesar de la debilidad macroeconómica, el Banco de Inglaterra al igual que la Reserva Federal tomaría un enfoque más cauto en la política monetaria y realizaría 2 recortes de 25 pbs. este año lo que llevaría la tasa hasta 4.25% en diciembre.

Las perspectivas económicas menos favorables se reflejan a nivel corporativo. En 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido crecerían 6.2%, dato que se corrige a la baja desde ~9% hace 4 meses y está bajo pares desarrollados.

Por el lado político, el partido laborista liderado por el primer ministro Keir Starmer enfrenta su primera crisis de confianza. Tras el optimismo inicial de un cambio de gobierno luego de 14 años liderado por el partido conservador, el gobierno de Starmer no ha logrado tranquilizar a los mercados mediante medidas concretas para reducir el déficit fiscal, generando que las tasas de interés de 30 años aumenten a 5.47%, el mayor nivel desde 1998. Por otro lado, la libra esterlina también refleja las dudas de los inversionistas globales con respecto al Reino Unido y la moneda se depreció un 2.5% en diciembre con respecto al dólar, de manera que algunos ya comparan la situación actual con la crisis de deuda de 1976, en donde, ante la fuerte depreciación de la moneda y las elevadas tasas de interés la economía tuvo que ser rescatada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). A su vez, en el último mes el *momentum* económico se deteriora, la sorpresa económica se mantiene en terreno negativo y el PMI de manufacturas decepciona y cae has 47.3 pts. en diciembre. No obstante, el de servicios mejora y sube hasta 51.4 pts.

En 2024 las acciones británicas subieron USD 3.7%, pese a que cayeron 3% en diciembre, presionadas por la crisis de confianza en el gobierno. De esta manera, durante el último mes las perspectivas se tornaron más negativas, y podrían mejorar si el gobierno logra dar un anuncio que convenza a los inversionistas sobre su compromiso con la convergencia fiscal, lo que parece lejano en el corto plazo. Al mismo tiempo, se observan flujos planos al principal ETF del país, cuando las valorizaciones transan con menos holgura en términos absolutos; la razón P/U  *fwd*  transa en 12.0 veces, casi en línea con el promedio a 5 años.

Debido al deterioro de las perspectivas políticas, económicas y corporativas y valorizaciones ajustadas, **se decide llevar a *underweight* la exposición a acciones británicas.**

**ESTADOS UNIDOS: se mantiene el OW en Acciones *Value* y el neutral en *Small Caps*, mientras se lleva a OW *Large Cap Growth***

A días del inicio del segundo gobierno de Trump la economía norteamericana sigue mostrando señales de optimismo y fortaleza, de manera que, se sigue postergando el *soft landing* de la economía e incluso con las medidas procrecimiento de Trump aumentan las probabilidades de un escenario de *no landing*. Para este 2025 se espera que el PIB crezca 2.1%, una desaceleración con respecto al crecimiento de 2.7% estimado para 2024. Sin embargo, desde octubre pasado esta estimación se viene revisando al alza (desde 1.7%) y se encuentra aún por encima del crecimiento tendencial de EE.UU. (1.8%). Por su parte los datos económicos de las últimas semanas continúan evidenciando la fortaleza de la actividad económica en EE.UU. con las ventas minoristas repuntando, dando cuenta de un consumo que se mantiene resiliente, el PMI de servicios se mantiene en terreno expansivo en 56.8 pts., mientras que el PMI manufacturero continúa su tendencia alcista y se encuentra en 49.4 pts. cerca de salir de terreno contractivo. De manera similar, el mercado laboral se muestra resiliente al ajuste monetario y la creación de empleo de diciembre vuelve a superar las expectativas y la tasa de desempleo disminuye a 4.1%.

En el plano político se mantienen elevada la incertidumbre respecto a la implementación de las políticas de Trump, especialmente en cuanto a la imposición de aranceles y si estas representan; (i) una amenaza transversal real o (ii) son más bien parte de una estrategia de negociación. Por su parte, el mercado actualmente se alinea más con la segunda opción y espera una imposición gradual de aranceles con un mayor foco en China que en el resto de las economías. En el plano geopolítico, las tensiones han aumentado y los recientes dichos del presidente electo ejercen presiones en la soberanía de sus países vecinos y sobre los conflictos activos. Dado lo anterior, con el inicio del año hemos observado un incremento de la volatilidad y el VIX vuelve a 18.8 pts., incorporando los mayores ruidos políticos que veremos en el corto-mediano plazo con la llegada de Trump a la Casa Blanca.

Por otro lado, se mantiene la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal; si bien muchas de las políticas de Trump como los recortes de impuestos implican una mayor carga fiscal, el nombramiento de Scott Bessent como secretario del Tesoro y la creación de un departamento para reducir el gasto de gobierno y mejorar la eficiencia podrían ayudar a cambiar la actual trayectoria fiscal.

Ante el actual riesgo de aranceles y su eventual impacto inflacionario, el Banco de la Reserva Federal sorprendió al mercado. A pesar de que volvió a recortar en diciembre, acumulando 100 pbs. de bajadas en 2024, el comité moderó sus estimaciones de recortes de tasas para este año anticipando 2 recortes de 25 pbs. en lugar de los 4 proyectados en septiembre. De esta manera, ante la creciente posibilidad de una pausa del ajuste monetario debido a la fortaleza de la economía norteamericana y el aumento de los riesgos inflacionarios, este último mes ocurrió un *bear steepening*, con alzas más pronunciadas en la parte larga la curva de bonos del Tesoro, generando grandes pérdidas en los activos de renta fija. De igual manera, la corrección hacia un entorno de tasas altas por más tiempo, impactó a los índices accionarios generando pérdidas las últimas semanas del año.

La inflación de diciembre fue 2.9% anual, mientras que, la medida subyacente sorprendió y se desaceleró a 3.2%, de manera que, la inflación termina por sobre la meta del Fed por cuarto año consecutivo. Por su parte, las políticas de aranceles de Trump 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. Es así que el mercado modera sus expectativas de recortes de tasa para el 2025 se espera a entre 1 o 2 recortes adicionales.

A nivel accionario, el S&P 500 finalizó un segundo año consecutivo con retornos sobre 20% (23.3% en USD específicamente), pese a que en diciembre este cayó (-2.5%), presionado por el sesgo más *hawkish* del Fed y la mayor incertidumbre que se respira en los mercados globales. Sin embargo, la fortaleza económica y el inicio de la temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre de 2024, le dan soporte al mercado accionario.

En línea con lo anterior, según Factset y de la mano de la resiliencia económica, el crecimiento de utilidades del cuarto trimestre será el mejor en tres años (~11%), impulsado por el sector financiero. Hacia adelante, el crecimiento de utilidades se aceleraría hasta 15% este año, destacando el cierre de *gaps* entre las utilidades de las 7 magnificas (21%E en 2025 desde 33% en 2024) y las otras 493 empresas (13%E en 2025 desde 4.2% en 2024) del S&P 500.

Las valorizaciones de las acciones se mantienen elevadas. La razón P/U  *fwd.* del S&P500 transa sobre promedios históricos, al igual que las valorizaciones de acciones tipo *growth* y *value*, pero más holgadas que semanas previas. En *small cap* la P/U  *fwd.* se ve más holgada que el mes previo, pero aún ajustadas y transando en torno a promedios

históricos. Sin embargo, las valorizaciones no son un obstáculo para el *momentum* de flujos, según EPFR, con entradas netas a fondos e ETFs durante las últimas dos semanas.

**Debido a la abundante liquidez y fortaleza económica/corporativa, se decide aumentar la exposición a acciones estadounidenses, manteniendo el *overweight* en estilo *value* y llevando a *overweight* el estilo *growth***, en línea con el soporte del retorno de Trump y la desregulación, la fortaleza económica y la robusta temporada de reportes corporativos. **Por su parte, se mantiene neutral la exposición a acciones *small cap***, por valorizaciones justas y en el corto plazo se pueden ver presionadas por su sensibilidad a tasas más altas.

### **JAPÓN: Se decide neutralizar las acciones desde *underweight***

Las perspectivas de crecimiento económico para este año se mantienen estables (1.2%). El PMI de manufacturas y servicios mejoraron en diciembre (49.5 pts. y 51.4 pts. respectivamente), aunque la confianza del consumidor del mismo mes no logró despegar. Para este 2025 se espera que el consumo continúe recuperándose, apoyado en el crecimiento de salarios base que se expandirían sobre 3% este año. Sin embargo, el principal riesgo para el crecimiento económico es el sector exportador – dada su alto grado de apertura comercial (~40% del PIB)-, que se vería menos presionado con el plan de aranceles graduales del equipo de Trump.

Por el lado de la inflación, esta se aceleró a 2.9% anual en noviembre, presionada por precios de alimentos y en especial el arroz, lo que ha llevado al mercado a corregir levemente al alza las perspectivas de precios para este año (2.1% desde 2%). Sin embargo, se mantiene el entorno de reflación y el denominado círculo virtuoso entre aumentos de salarios e inflación.

Por su parte, el Banco Central -que mantuvo la tasa en diciembre- destacó que la economía y los precios continúan en línea con las perspectivas. Además, resaltó la incertidumbre en torno a la nueva administración de EE.UU y la necesidad de evaluar los efectos de su política. En este sentido, el mercado aún se encuentra dividido respecto si la autoridad monetaria subirá la tasa de referencia en su reunión de enero y el resultado de esta sigue siendo una incógnita. Cabe mencionar que el Banco Central japonés es el único dentro de los desarrollados que está en un proceso de alzas de tasas.

En línea con el sesgo exportador, y un consumo que no despega, un alza en la tasa de interés causaría que el yen pierda competitividad respecto a pares exportadores. En específico respecto a países como China o Corea del Sur, ambos exportadores de productos tecnológicos y con monedas que se han depreciado en los últimos tres meses. Un alza en la tasa de interés del Banco Central japonés podría gatillar algo similar al desarme del *carry trade* que sucedió en agosto del año pasado, por lo que creemos que la autoridad monetaria optaría por mantener la tasa.

En cuanto al mercado accionario, el Nikkei 225 cayó al igual que pares globales durante diciembre, pero en menor magnitud que sus pares desarrollados (USD -0.6%). Así, cerró 2024 con una subida USD ~7%, un *underperformance* respecto a países desarrollados. Para este año, las perspectivas son optimistas, impulsadas por la industria de semiconductores y automóviles, mientras que las reformas del programa corporativo para mejorar la rentabilidad de las compañías continuarían. Sin embargo, los flujos no logran traccionar y se observan 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 8.2% en 2025, corrigiéndose al alza durante el último mes.

En el contexto de datos económicos que mejoran, perspectivas más favorables para el sector exportador, pero flujos que no traccionan, **se decide neutralizar la exposición a acciones japonesas desde *underweight***.

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

Durante diciembre se siguió aumentando la brecha entre un *outperformance* de acciones tipo *growth* de EE.UU. respecto al desempeño del mundo emergente. Así, el índice MSCI de mercados emergentes retrocedió USD 0.3%, con un par de países que contuvieron la caída del índice, como China. Nuevamente América Latina fue uno de los principales detractores, presionado por Brasil cuya dominancia fiscal permeó al mercado, y la fortaleza del dólar que fue dañina para casi todas las monedas emergentes. Hacia adelante y en el corto plazo, la volatilidad seguirá siendo la protagonista del mercado, lo que históricamente se asocia a variaciones de importantes magnitudes en los mercados accionarios emergentes. En este contexto, se toman desvíos acotados con respecto al *benchmark* y solo en posiciones de alta convicción, con historias locales y estructurales que dan soporte a un eventual *outperformance* del mercado accionario con respecto a pares.

## **AMÉRICA LATINA: Se mantiene el OW en *Large Cap***

América Latina fue el gran perdedor de 2024; el mercado accionario cayó más de USD 25%, presionado por las dos principales economías de la región, Brasil y México. Ambas, no solo sujetas a vaivenes globales, sino impactadas por vaivenes políticos locales. En Brasil, el peor desempeño se asoció a turbulencias políticas y fiscales, junto con alzas de la tasa Selic y exacerbado por una depreciación del real que en 2024 perdió más del 20% de su valor. En México, la desaceleración económica, que de cierta forma gatilló las elecciones locales en las que Morena obtuvo mayoría en ambas cámaras del Congreso, así como la presidencia, junto con su exposición comercial y económica a EE.UU., golpearon al desempeño del mercado accionario. En la primera mitad del año la volatilidad va a primar en el entorno global y los mercados de la región van a quedar a su merced, sin embargo, desde los precios actuales y dado el rezago accionario, se sigue manteniendo el OW en América Latina, ante la posibilidad de un rebote y con convicción en ciertos mercados con sólidos fundamentos locales.

En **Brasil**, las perspectivas son poco claras y no parece haber un catalizador de corto plazo. En diciembre, el mercado accionario siguió extendiendo las pérdidas de meses anteriores, dominado por temas fiscales, junto con un real que se depreció 3.3%. Así, las acciones brasileñas cerraron 2024 con una caída de más de USD 25%, siendo de los principales perdedores a nivel mundial. En lo que va de enero, las noticias políticas siguen siendo más bien negativas, y es que a inicios de 2025 autoridades brasileñas le exigieron a Meta la explicación de sus nuevas políticas de verificación de contenidos, luego de que les solicitaron eliminar un video falso del Ministro de Hacienda con medidas que no correspondían a información real. A su vez, y tras las correcciones del mercado durante los últimos meses de 2024, el equipo económico del gobierno ha intentado emitir declaraciones para calmar al mercado, entre ellas nuevos recortes de gastos fiscales. Con todo lo que ha estado sucediendo, el mercado espera que se realicen cambios en el gabinete de Lula antes del 21 de enero, en un contexto de mayor desaprobación del gobierno. Por el lado macroeconómico, los datos comienzan a lucir algo más débiles, y los PMIs tanto de manufacturas como servicios retroceden en diciembre, ante empresarios preocupados por las presiones de costos. Otros datos de mayor frecuencia como la producción industrial y las ventas minoristas de noviembre comienzan a mostrar caídas con respecto al mes anterior, sugiriendo que la economía brasileña no soporta tasas altas para siempre sin que tengan consecuencias. En este sentido, si bien la

inflación de diciembre fue mejor a lo esperado y se desaceleró a 4.8% anual, el Banco Central dio a entender que continuará subiendo tasas al mismo ritmo de la última reunión (100 pbs.), en las siguientes dos reuniones. Así, desde los 12.25% actuales, el mercado espera que la tasa de referencia cierre el año en 15.00%. Esto, de la mano de expectativas de inflación que siguen desancladas, y se espera se ubique en 5.0% y 4.1% anual para fines de este año y el próximo respectivamente. Por otro lado, la fortaleza del dólar también presiona el mercado brasileño, por la histórica correlación negativa que presentan entre ambos. Tras la significativa corrección, las valorizaciones del mercado brasileño lucen descontadas tanto en términos absolutos como relativo a pares. Respecto a los flujos de inversión, se siguen observando salidas netas de fondos e ETFs, considerando que predomina el inversionista local y lo elevado de las tasas locales lo desincentiva de asignar una porción de su portafolio a renta variable. Con respecto a la contingencia, Brasil no sería uno de los principales objetivos ni víctimas de las medidas que finalmente decida poner en práctica Donald Trump. Así, a pesar de valorizaciones atractivas y perspectivas de crecimiento saludables, la desconfianza política y del gobierno junto con falta de catalizadores en el corto plazo nos lleva a **mantener el posicionamiento neutral en acciones brasileñas.**

En **México**, la volatilidad continúa, considerando que la principal fuente de los movimientos significativos del mercado es la pronta toma de posesión de Donald Trump y México es su principal socio comercial. Las perspectivas para la economía y el mercado son confusas, lo que dificulta tomar una posición en acciones mexicanas con un desvío significativo del *benchmark*. Esto se debe principalmente a que si bien el crecimiento de 2024 habría sido algo mayor a lo esperado los meses anteriores (~1.6%), esto supone una base de comparación más exigente para este año, lo que lleva a que el mercado comience a proyectar un crecimiento más magro para 2025 y en torno a 1%. Por el lado de la inflación, la historia es más positiva y el último dato mostró una desaceleración en el registro *headline* hasta 4.2% al cierre de 2024, en tanto la subyacente sigue dentro del rango de tolerancia del Banco Central. Esto, junto con elevadas tasas de interés reales, le da espacio a la autoridad monetaria para continuar -y eventualmente acelerar- los recortes de tasas, aun cuando el mercado proyecta ahora que la tasa se situará al cierre de 2025 en 8.50% (10.00% actualmente, antes se proyectaba 8.00% para 2025E). El mercado accionario mexicano cayó más de USD 3% en diciembre, significativamente incidido por un peso mexicano que se depreció un 2.2% y la volatilidad que es inherentemente mayor para este mercado. Tras las bajas, las valorizaciones continúan aliviadas en términos relativos y absolutos, y los fundamentos corporativos sólidos, considerando que, a pesar del menor crecimiento económico, la alta exposición de ingresos de las compañías mexicanas al exterior da soporte a un saludable crecimiento de utilidades. Por su parte, en el último mes se continúan observando salidas netas de flujos del conjunto de ETFs. Por el lado político, el Congreso aprobó una gran cantidad de reformas constitucionales heredadas del gobierno de AMLO, siendo la judicial la más comentada, pero también la del sector de energía y aquella que elimina órganos autónomos. En este contexto, la presidenta Claudia Sheinbaum sigue manteniéndose relativamente al margen de la discusión legislativa, y el Congreso parece estar gobernando, aun cuando afirmó que impulsará una reforma electoral alternativa a la que ingresó AMLO en febrero del año pasado. De lo contrario, el poder ejecutivo sí ha tomado un rol activo en responder a las amenazas de Trump, dando a entender que no se subordinarán a todo lo que el presidente electo exija, pero que sí mantendrán lazos fuertes con la economía más grande del mundo. De esta manera, y dada la dependencia económica, en el corto plazo las perspectivas para el mercado accionario son de altos niveles de volatilidad. Sí podría haber un catalizador en un plazo más largo, en la medida que se disipen incertidumbres arancelarias, y México termine siendo el gran ganador del *no landing* estadounidense. **Así, se decide mantener la posición neutral en acciones mexicanas.**

En **Chile**, este año estará marcado por las elecciones parlamentarias y presidenciales en noviembre, en las que se espera se dé un giro hacia la centroderecha en ambas instituciones. En 2017, sucedió algo similar, y el IPSA mostró un

*outperformance* importante respecto a la región; esperamos que algo similar suceda este año. Por el lado económico, la actividad seguirá creciendo en torno a 2%, cerca del producto potencial, pero sin generar presiones inflacionarias adicionales por el lado de la demanda interna. Sin embargo, en su última reunión y posterior Informe de Política Monetaria, el Banco Central afirmó que, por factores transitorios, habrán mayores presiones en los precios en la primera mitad de 2025. Estas presiones serán causadas por mayores salarios reales (aumento del salario mínimo), el ajuste de las tarifas eléctricas y la depreciación del peso chileno. Si bien este mensaje fue interpretado como más *hawkish*, el mercado aún espera 2 recortes adicionales a la tasa de referencia este año (de 25 pbs. cada uno). De esta manera, la autoridad monetaria mantendrá la data dependencia y será más cautelosa respecto de los próximos movimientos, en tanto es prácticamente de consenso que se mantendrá la tasa en la reunión de enero. Por el lado político, al gobierno actual del presidente Boric le queda un poco más de un año al mando, y creemos que lo que pueda hacer será más bien acotado y se centre en el avance de la reforma de pensiones -que debiera salir del Senado este mes-, permisología y reforma al sistema político. Con respecto al mercado, las valorizaciones se encuentran descontadas en comparación a sus promedios de 10 años (razón P/U  *fwd.*) y los fundamentos corporativos siguen sólidos para 2025, siendo el segundo país emergente con mayor proyección de crecimiento de utilidades. Si bien el *momentum* de flujos no es claro, en la medida que se consolida el cambio en el ciclo político, es probable que la entrada sea consecutiva y significativa. A su vez, el precio del cobre tiene soporte estructural para mantenerse en torno a niveles actuales, lo que favorece a la economía chilena. **De esta manera, y dados los fundamentos económicos, políticos y de mercado descritos anteriormente, se decide mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, a pesar de un mejor desempeño en el segundo semestre, persiste la incertidumbre sobre el cumplimiento de la regla fiscal en 2024, lo que mantiene al gasto público como uno de los principales focos de atención en la agenda económica del año en curso. Con un presupuesto para 2025 de \$523 billones COP declarado por decreto presidencial, y bastante alto en términos históricos, resta ver cuál será la postura que tomará Gustavo Petro frente a cómo llevar el tema fiscal en su último año como mandatario. Además, aún no está del todo claro cómo se financiará parte de este presupuesto, tras el rechazo por parte del Congreso de la reforma tributaria propuesta por el presidente. Pasando a los datos, la actividad económica de octubre sorprende acelerándose por sobre las expectativas, lo que se suma a proyecciones de crecimiento que se corrigen al alza y se espera habría alcanzado un 2% en 2024, con buenas perspectivas económicas hacia 2025. Esto viene principalmente por la contribución del consumo privado, mientras que la inversión se mantiene aún rezagada. Por otro lado, Colombia cerró 2024 con una inflación de 5.2% anual, bastante en línea con las expectativas, aunque con una leve aceleración respecto al mes anterior y cierta incertidumbre sobre las presiones que podría generar el aumento del salario mínimo en casi dos dígitos (9.5%) en 2025. En lo que es política monetaria, el Banco de la República sorprendió en su reunión de diciembre al recortar solo 25 pbs., llevando la tasa de referencia a 9.50% al cierre de 2024. Para esta reunión de enero el escenario base sigue siendo un recorte de 50 pbs., aunque no del todo seguro debido a las presiones inflacionarias del último mes y un Fed que adoptó una postura más *hawkish*. Para esta primera parte del año se espera un nuevo remezón ministerial, principalmente por las fechas límites de renuncia para quienes busquen un cargo en las elecciones generales de 2026. Quienes aspiran a un escaño en el Congreso tendrán hasta principios de marzo para presentar su renuncia, mientras que para los que busquen la presidencia o vicepresidencia tendrán hasta finales de mayo. De esta forma, tendremos una primera parte del año con bastante movilidad política, con un gobierno cuestionado y con un nivel de aprobación dentro de los más bajos de Latinoamérica (39%). El mercado bursátil colombiano fue uno de los pocos que se desacopló del rendimiento negativo de América Latina durante 2024, con una rentabilidad de USD 1% al cierre del año. En cuanto a valorizaciones, se mantiene el 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. De esta forma, con un escenario político volátil y bastante incierto, ruidos fiscales que se mantendrán este año, pero valorizaciones atractivas, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, el plano económico sorprendió gratamente durante 2024, marcando un escenario bastante distinto a lo que se proyectaba a finales de 2023. La reactivación de sectores exportadores, el aumento tanto de la inversión pública como privada, y la mejora de la confianza empresarial, han llevado a estimar un crecimiento para 2024 ~3%. Además, con el dato de inflación de diciembre (2% anual), Perú cierra 2024 como el país con la inflación más baja de Sudamérica, y se espera que ésta se mantenga controlada y dentro del rango meta en 2025. En lo que es política monetaria, en la primera reunión del año el Banco Central de la Reserva decidió recortar 25 pbs. llevando la tasa a 4.75%. Para este año se espera que Perú continúe con su ciclo de recortes, aunque de manera más moderada, por lo que cualquier ajuste monetario dependerá de los datos de inflación y los determinantes de éste. Con este escenario económico alentador, la excepción vendría siendo el gasto público, en donde se espera que por segundo año consecutivo se incumpla con la regla fiscal. Para 2025 el tema fiscal seguirá siendo un dolor de cabeza para Perú; con un presupuesto mayor al del año anterior y con el inicio de las campañas electorales para las elecciones presidenciales de 2026, las cuales pueden generar cierta presión sobre el gasto, pudiendo resultar en un tercer año consecutivo con complicaciones fiscales. Pasando al lado político, durante las primeras semanas de abril se convocarán las elecciones generales, en donde ya comienza a especularse la gran cantidad de candidatos que podría haber debido a la polarización y fragmentación del sector político, con cerca de 30 partidos autorizados para presentar un candidato. En lo que es el mercado bursátil, Perú también fue uno de los pocos países que se desacopló del rendimiento negativo de la región, con una rentabilidad de USD 10% en 2024. En cuanto a valorizaciones, la razón P/U  *fwd.* se encuentra descontada al transar bajo su promedio de 10 años. De esta forma, con perspectivas económicas positivas en la suma, pero presiones fiscales, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, estos primeros días del año el mercado ha seguido mostrando un *outperformance* en comparación a países emergentes, con un 2025 en que la prioridad seguirá siendo la inflación de cara a las elecciones intermedias. De esta forma, la “motosierra” seguirá conteniendo el gasto público con el objetivo de mantener la inflación a la baja y en niveles cercanos a 2% mensual durante el primer trimestre del año en curso. La inflación anual de diciembre se desaceleró a 117.8%, mientras que la mensual fue 2.7%, en línea con lo esperado. Con estos datos de inflación el gobierno confirma la reducción del ritmo de *crawling peg* mensual de 2% a 1% a partir de febrero. Todo esto apunta a mantener la aprobación del gobierno en niveles altos en la antesala de las elecciones legislativas, en donde se pone en juego cerca de la mitad de la Cámara de Diputados y un tercio del Senado, por lo que son de suma importancia para Javier Milei y la implementación de su plan de gobierno. A pesar de este foco central, la economía argentina ha logrado salir de la recesión técnica, con un PIB del tercer trimestre que se expande 3.9% con respecto al trimestre anterior, y aunque se espera cerrar 2024 con una contracción económica de 3.7%, las proyecciones para este año apuntan a una expansión de 4% con sesgo al alza. De esta manera, se observan perspectivas económicas favorables para el año en curso, con un proceso desinflacionario en marcha que ha mostrado resultados y un crecimiento que se espera vuelva. Por otro lado, el riesgo país cae y se ubica en su valor más bajo desde agosto de 2018, rompiendo la barrera de los 600 pbs. y ubicándose en un valor de 578 pbs. Esta caída del riesgo soberano viene por el acuerdo entre el Banco Central de la República Argentina con cinco bancos internacionales para la realización de un REPO; una operación de deuda por USD1,000 millones que serán destinados a fortalecer las reservas internacionales. Pasando al mercado accionario, el Merval fue el gran ganador en 2024 dentro de la región, con un rendimiento sobre USD 100% al cierre del año, desacoplándose del rendimiento negativo de la gran mayoría de los países latinoamericanos. En línea con esto, se

observa una entrada de flujos al principal ETF por ~67% del AUM en el último año, superando a todos los mercados emergentes y llevándolo a tener un tamaño similar al principal ETF de México. Las valorizaciones aún se encuentran descontadas, con una razón P/U  *fwd.* transando ligeramente por debajo de su promedio a 10 años. Así, dadas las perspectivas de recuperación económica, valorizaciones que se mantienen atractivas, pragmatismo político y el *momentum* accionario, se decide mantener la posición **OW en acciones argentinas.**

## **CHINA: Se decide mantener la posición neutral**

En diciembre las acciones globales mostraron una pérdida de *momentum*, pero, las acciones chinas mostraron resiliencia y subieron USD 2.6% y así las acciones del gigante asiático terminaron como uno de los mejores mercados en 2024 y el índice MSCI del país subió USD 16%. Sin embargo, comenzaron 2025 con el peor inicio de año desde 2016 y hasta el 9 de enero estas han caído USD ~5%. Esto demuestra tendencias contrarias: por un lado, los estímulos económicos y fiscales impulsan a la bolsa china, mientras que, por otro lado, la retórica de nuevos aranceles y la relación con EE.UU. la presionan.

Tanto el desempeño del mercado accionario como el crecimiento económico estarán anclados a la capacidad del gobierno chino de estimular la economía, y en este sentido el *timing*, enfoque y magnitud de las medidas han demostrado ser de gran importancia. Durante 2024, el retraso de las medidas y la falta de detalle afectaron negativamente el sentimiento de los hogares y los inversionistas. Por el lado del enfoque, es necesario que la autoridad priorice impulsar la demanda interna por sobre la oferta, aunque la conclusión del *Central Economic Work Conference* -que enfatizó el balance entre la oferta y la demanda- y políticas de subsidios para impulsar el consumo irían en esta línea, el mercado no logra confiar sostenidamente.

Otro factor en la ecuación es Donald Trump y su conocida campaña de aranceles. El escenario base es que estos serán utilizados para alcanzar acuerdos en términos favorables para EE.UU. y su posición en el comercio internacional. Sin embargo, estos agregarán volatilidad y el mercado monitoreará la capacidad de respuesta china y el tono (ojo por ojo o más cooperativo). Así, la respuesta china será internalizada más favorable o desfavorable según el grado de cooperación o agresividad con la que se enfrente a EE.UU.

Por otro lado, otra repuesta esperada por el mercado a una segunda guerra comercial, es la devaluación del yuan. Hasta el momento, el Banco Central ha mostrado resistencia, aunque durante diciembre el renminbi se depreció ~0.7%, se ha mantenido cercano a 7.3 yuanes por dólar. Una depreciación pronunciada del yuan pondría en duda la efectividad de los estímulos económicos y será esencial el *trade off* entre sector exportador e impulsar la confianza de los hogares y el consumo.

A la vez, el sector inmobiliario continuará siendo relevante y un factor de riesgo. Los últimos datos del sector como la venta de nuevas viviendas han sido divergentes, luego del primer crecimiento anual en octubre, en noviembre se vuelven a contraer. Esta dinámica continuará al menos el primer semestre y seguirá presionando la riqueza de los hogares. Hacia el segundo semestre comenzarían a observarse el efecto de las medidas ya implementadas, llevando a una incierta normalización del mercado inmobiliario. Sin embargo, esto ya estaría internalizado en los precios, pero algunos agentes del mercado han destacado que sorpresas positivas no estarían incluidas en los precios.

Las valorizaciones continúan atractivas y se observan entradas de flujos al conjunto de ETFs, pero salidas del principal ETF en el último mes (por 1% del AUM). Al mismo tiempo, las proyecciones de crecimiento de utilidades para este año se mantienen estables ~9% durante el último mes. Tras el negativo inicio de año, las acciones chinas volvieron a entrar en un *bear market* (caída de 20% del mercado accionario desde un máximo), por lo que, tras dicha corrección, pareciera ser que los riesgos no están equilibrados.

Por el lado económico, los índices PMI de diciembre continúan sobre terreno neutral (50 pts.), pero con movimientos divergentes. Por el lado de los precios, la inflación se mantiene cercana a cero (0.1% anual en diciembre) acentuando el riesgo deflacionario. Por su parte, el Banco Central mantuvo el conjunto de tasas durante diciembre, pero se espera que baje tasas durante el primer trimestre. Considerando el conjunto de factores; datos mixtos, flujos divergentes, pero valorizaciones atractivas y giro positivo de la política interna, **se decide mantener la posición neutral en acciones chinas**, pese a la presión que puede presentar el mercado ante el retorno de Trump.

### **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se decide mantener la posición neutral**

Las economías de Asia EM ex China están particularmente expuestas a nuevos aranceles de parte de EE.UU. -dado su carácter exportador-, y, por ende, estarán sujetas a la alta volatilidad que se ha percibido en los mercados globales. Algunos países mantienen un superávit comercial considerable con EE.UU., como Corea del Sur y Taiwán, por ejemplo, mientras que en otros países es más acotado. En Corea del Sur, se mantiene la incertidumbre política, pero pareciera que ya está bastante internalizado en los precios. India goza de neutralidad política en cuanto a sus relaciones diplomáticas, así como saludables y sólidas perspectivas macroeconómicas y corporativas. En este sentido, se decide mantener una postura de cautela en acciones de Asia EM ex China, por la incertidumbre a la que estarán sujetas de cara a la toma de posesión de Donald Trump, con posturas en algunos países en los que se tiene convicción y fundamentos locales.

Las acciones **indias** finalizaron 2024 dentro de los mejores mercados (USD ~11%) a nivel global y logrando un *outperformance* respecto a mercados emergentes, pese a la pérdida de *momentum* que se observó desde septiembre del año pasado (-14% desde máximo). Ya en 2025, los fundamentos continúan sólidos, pese a esta pérdida de *momentum*; (i) lidera en el crecimiento económico a nivel global (6.5%) y (ii) goza de estabilidad política interna y externa, con un primer ministro que ha recuperado terreno en elecciones estatales luego de su tercera reelección y una posición privilegiada a nivel internacional y alejada de los principales riesgos que engloban a los mercados EM, principalmente con el retorno de Trump a la presidencia. Por otro lado, el mercado indio ha demostrado dos cosas, que no van en la misma línea necesariamente; i) ser un mercado defensivo en tiempos de incertidumbre y ii) mostrar correlación positiva con el mercado accionario estadounidense y comportarse como un mercado más desarrollado que emergente. Por el lado económico, el PMI de manufactura y servicios se mantiene en terreno expansivo y los precios se han desacelerado (inflación de 5.2% anual en diciembre) por segundo mes consecutivo. Aun cuando los precios de los alimentos van a la baja, continúan generando presiones inflacionarias, aunque se espera que la desaceleración continúe. De esta forma, pese a que el mercado espera el inicio de bajadas de tasas por parte del Banco Central en febrero, la depreciación de la rupia (1.1% en lo corrido del mes, pese a que no es un tipo de cambio 100% flotante), podría presionar a la autoridad monetaria a continuar manteniendo la tasa de referencia en 6.50%. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones sobre su promedio histórico, pero más holgadas que meses previos. Aunque, durante el último mes, se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF por 4% de AUM, la proyección de crecimiento de utilidades para

este 2025 se mantiene estable y liderando la región. 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 mantener overweight las acciones indias.**

Las acciones **surcoreanas** más allá del ruido político a fines de 2024 no lograron traccionar y plasmar los fundamentos positivos, como la exposición a la industria de semiconductores y la implementación del programa *Value Up*, y a lo largo del año retrocedieron USD ~21%, acentuado por la caída en diciembre de 7.6% a raíz de la incertidumbre política interna y un won que se vio presionado, depreciándose ~5.5% respecto el dólar el mismo mes. Por el lado político, el Tribunal Constitucional se encuentra dentro del plazo de 180 días para aceptar o rechazar la destitución del presidente Yoon a causa de la imposición del Ley Marcial. Por otro lado, Yoon fue arrestado por esta misma causa el 15 de enero, siendo el primer presidente en ejercicio en ser detenido, esta acción tiene como objetivo interrogar al mandatario y se puede extender hasta 48 horas en primera instancia. Hasta la resolución del Tribunal Constitucional, el ministro de finanzas Chaoi Sang-mok asumió el cargo de presidente interino, luego de una segunda destitución a su antecesor interino y el calendario político no es claro hacia adelante. Aunque la incertidumbre política se mantiene, esto ya estaría internalizado en los precios, incrementando la posibilidad de un *upside* para las acciones coreanas, que durante enero el principal ETF ha subido USD ~6%. Así, pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones lucen atractivas, pero se observan salidas netas de flujos durante el último mes desde el principal ETF (por ~10% de AUM) y la proyección de crecimiento de utilidades continúa corrigiéndose a la baja durante los últimos tres meses para este año (16.8%E). Por el lado macroeconómico, se mantiene un escenario débil y el PMI de manufacturas pasa a terreno contractivo en diciembre (49 pts.) y la confianza del consumidor se vio afectada por el entorno político y cayó a 88 pts. (100 pts. umbral neutral) durante el mismo mes, impactando las perspectivas de consumo privado. Aunque las exportaciones se aceleraron en diciembre y sustentaron el crecimiento económico en 2024, el soporte para este año se puede ver presionado por un gobierno más débil para afrontar los posibles aranceles de Trump. Por otro lado, los precios se aceleraron hasta 1.9% anual en diciembre, pero aún bajo la meta del Banco Central. Sin embargo, la autoridad monetaria ha señalado que los recortes de tasa de interés se pueden acelerar de ser necesario para dar soporte a la economía y el mercado espera que se baje la tasa al menos una vez en el primer trimestre, es decir en la reunión de enero o febrero, pese a la debilidad del won. Aun cuando el contexto de mercado y económico es poco claro, con desaceleración económica e incertidumbre política, los precios ya estarían internalizando un escenario muy negativo, por lo que **se decide neutralizar las acciones surcoreanas desde underweight**, dadas sus valorizaciones atractivas, el posible *upside* y para tomar utilidad desde la posición corta que se traía.

En 2024 las acciones **taiwanesas** estuvieron dentro de los *best performers* en Asia EM rentando USD 15%, impulsadas por la inteligencia artificial (IA), los semiconductores y en especial Taiwan Semiconductor (TSMC), que pesa ~53% del índice MSCI. Durante diciembre TSMC alcanzó un nuevo máximo, mientras que el índice taiwanés subió 2.3% (en USD). Para este año las perspectivas para la IA continuarán dando soporte, ya que las ventas del cuarto trimestre de 2024 de TSMC sorprendieron al alza con un crecimiento del 39% en sus ingresos, señalando que la inversión en IA continuará en 2025. Por el lado macroeconómico, pero en la misma línea, las exportaciones de diciembre se expandieron 9.2% anual impulsado por los productos de la industria tecnológica. Sin embargo, éstas alcanzaron un nuevo máximo en el superávit con EE.UU. y esto pone en relevancia el riesgo de la eventual imposición de aranceles por parte de Trump y nuevas restricciones a la industria de semiconductores. Por otro lado, el PMI de manufacturas mejoró y se estabilizó en terreno expansivo con mayor solidez en diciembre (52.7 pts.), mientras que los precios se mantuvieron en 2.1% anual el mismo mes, aun cuando la proyección de política monetaria para el país no es clara. El Banco Central ha destacado las

presiones inflacionarias y la incertidumbre global como factores relevantes para la decisión de política monetaria, por lo que agentes del mercado esperan que en la próxima reunión en marzo la tasa de referencia se mantenga en 2%. Por el lado del mercado, las acciones transan con valorizaciones caras a nivel de *P/U fwd.*, mientras que se observan salidas netas de flujos desde el principal ETF del país por 1% del AUM durante el último mes, demostrando algo de pérdida de *momentum* de flujos durante los últimos dos meses. Además, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza para este año durante el último mes (~17%). Sin embargo, esta proyección cae a -7% sin el sector de Tecnologías de la Información, evidenciando el riesgo de concentración. En el ámbito geopolítico, se mantiene la incertidumbre interna, los riesgos con China y la dependencia de defensa con EE.UU. De esta forma, dadas las valorizaciones ajustadas, salida de flujos, datos económicos mixtos pero un soporte sólido de la industria de semiconductores tanto a la economía como al mercado accionario, **se decide mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

**Indonesia** oficialmente es miembro de los BRICS y se espera que esto impulse las exportaciones e inversión con los otros países del bloque y por ende al crecimiento económico, que para este año el mercado espera ~5.0%. Por el lado macroeconómico, el PMI manufacturero de diciembre mejoró y se situó en terreno expansivo por primera vez desde junio del año pasado. Por su parte, la inflación de diciembre se mantuvo en 1.6% anual, y el Banco Central decidió recortar sorpresivamente la tasa en 25 pbs. hasta 5.75% en la reunión de enero. La autoridad señaló que la decisión va en línea con una inflación se mantiene controlada dentro del rango objetivo (1.5%-3.5%) y ayudará impulsar el crecimiento económico. Hacia adelante continuará el monitoreo de la inflación, el tipo de cambio y el crecimiento económico para futuras decisiones. Por el lado del mercado, en 2024 las acciones indonesias cayeron USD ~ 12%, mientras que en el inicio de este año continúan las caídas ~1% (en USD). De esta forma las acciones transan con valorizaciones atractivas en su razón *P/U fwd.*, aunque se observan salida de flujos tanto desde el principal ETF del país como del conjunto de ETFs en todos los plazos y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja durante el último mes, además de ser la proyección más baja de la región y marca una desaceleración de utilidades desde 2024 a 2025. En el contexto donde el mercado no logra traccionar, salidas de flujos, proyección de utilidades que se corrige a la baja, **se decide mantener el *underweight* en acciones indonesias.** Por otro lado, las acciones **tailandesas** en 2024 cayeron USD ~4.5%, pero desde su máximo de 2024 en octubre las acciones han caído ~ 13% (en USD), mientras que en lo corrido de enero las acciones continúan a la baja (~2.5% en USD) con un Baht que se deprecia ~1.1% respecto al dólar. Por el lado macro, el PMI de manufacturas alcanzó un máximo de cuatro meses, registrando 51.4 pts. Respecto al turismo, su recuperación muestra signos de aceleración, y el sector señala que las políticas comenzarían a hacer efecto. Por otro lado, la inflación alcanza el rango objetivo del Banco Central, por primera vez luego de siete meses en diciembre (1.2% anual) y se espera que termine 2025 en 1.1%. Por su parte, la tasa de referencia se mantiene en 2.25% destacando en el comunicado oficial la incertidumbre global. Por el lado del mercado, las valorizaciones se mantienen atractivas, pero los flujos pierden dinamismo durante el último mes y la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja hasta 15.6% para este año. De este modo, dado valorizaciones atractivas, mejora en los datos económicos, pero salida neta de flujos y utilidades que se corrigen a la baja, 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.

Las acciones **sudafricanas** cerraron 2024 con un alza 3.8% (en USD), impulsada por la coalición nacional luego de las elecciones. Sin embargo, este optimismo ha perdido *momentum* y en diciembre las acciones cayeron USD 5.6%, pero

desde el máximo del año en septiembre han retrocedido ~17%, cercana a un *bear market* y un ZAR que se depreció 4.2% en diciembre. Esto presionado principalmente por las diferencias en la coalición de gobierno. En lo más reciente, el presidente Ramaphosa, firmó el proyecto educacional BELA, que amenaza una vez más esta alianza, dada las diferencias de postura entre los partidos. Por otro lado, se cerró una planta siderúrgica, resaltando la falta de apoyo del gobierno y obstaculizaría las perspectivas hacia adelante, por riesgo de mayor número de cierre de empresas por condiciones similares. Por el lado económico, el PMI de manufacturas cae bajo el nivel neutral (50 pts.) en diciembre y la inflación se aceleró levemente hasta 2.9% anual en noviembre, aunque se espera se mantenga en el rango objetivo del BC (entre 3 y 6%). Así el mercado se inclina por un recorte de tasas de 25 pbs. en la reunión de la autoridad monetaria de enero hasta 7.5%. Por el lado de mercado, las valorizaciones lucen ajustadas, sin embargo, durante el último mes se observan entradas netas de flujos al principal ETF del país por 21% del AUM y las proyecciones de crecimiento de utilidad se corrigen al alza. En el contexto de una política interna que parece comenzar a fragmentarse, valorizaciones ajustadas, pero entrada de flujos y utilidades que se corrigen al alza, se **decide mantener neutral las acciones sudafricanas.**

El Banco Central de **Turquía** inició con las bajadas de tasa durante diciembre y recortó 250 pbs. hasta 47.50%, ya que la inflación *headline* (44.4% anual en dic.) y subyacente (45.3% anual) continúan desacelerándose. Sin embargo, las palabras del presidente Erdogan generaron ruido, ya que señaló que la tasa de referencia continuaría a la baja durante este año, preocupando al mercado sobre la independencia del Banco Central. Por otro lado, la autoridad anunció el aumento de salario mínimo en un 30% para 2025, manteniendo las preocupaciones en torno a las presiones inflacionarias y el desvío del objetivo contra la inflación. Por su parte, el PMI mejora por cuarto mes consecutivo hasta 49.1 pts. en diciembre. Pasando al mercado, las acciones turcas avanzaron USD 0.7% en diciembre y cerró el año con una rentabilidad del 12.5% (en USD), teniendo un *outperformance* respecto a sus pares en EMEA y respecto a mercados emergentes. Lo anterior ha llevado a que las valorizaciones transen ajustadas respecto a su promedio histórico, al mismo tiempo que la proyección de crecimiento de utilidades se corrige al alza durante el último mes, pese a que se observan salidas netas de flujos de inversión desde el principal ETF del país. En un contexto de datos económicos que mejoran y utilidades que se corrigen al alza, pero riesgo de menor independencia del Banco Central y salida de flujos, **se decide mantener neutral las acciones turcas.**

Finalmente, **Arabia Saudita** es una economía que depende del petróleo. De esta manera se mantiene la cautela ante el financiamiento de los proyectos del plan de diversificación económica “Vision 2030”, derivados de ingresos fiscales petroleros. Ya que la producción y exportación petrolera continúa deprimida por los recortes de producción y un precio del *commodity* volátil. Por otro lado, menos recortes por parte del Fed, obstaculizarían las perspectivas de recuperación del crédito ya que el Banco Central saudí se mueve en línea con la decisión de política monetaria del Fed por el tipo de cambio fijo. Por otro lado, el PMI manufacturero se mantiene en terreno expansivo (58.4 pts.) en diciembre, sin embargo, la industria petrolera continúa prevaleciendo en la economía. Por el lado accionario, las acciones retrocedieron USD 1.8% en 2024, presionadas por la volatilidad del precio del petróleo. Aunque en diciembre, las acciones corrigieron al alza (2.9% en USD) y las valorizaciones lucen atractivas, durante el último mes se observan salidas netas de flujos desde el conjunto de ETFs y la proyección de crecimiento de utilidades para este año se corrige a la baja. En el contexto de una economía dependiente del petróleo, perspectivas deterioradas tanto económicamente como del precio del petróleo y salidas de flujos, se **decide mantener *underweight* las acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

## **US TREASURIES: se toma un OW en treasuries de 2 años, neutral en 10 años y un UW en 30 años. Se mantiene el UW en TIPS**

En su última reunión del año el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), volvió a sorprender al mercado, y a pesar de que recortó nuevamente la tasa de referencia en 25 pbs. acumulando 100 pbs. de recortes en 2024, el comité advirtió acerca de un ajuste más gradual de la política monetaria hacia adelante ante la incertidumbre que generan las políticas de Trump en la economía. Es así que el Fed ajustó sus proyecciones y el *dotplot* pasó de estimar cuatro recortes de 25 pbs. en 2025, a solo dos. A su vez, revisó al alza las expectativas de crecimiento e inflación PCE tanto para este año como para el próximo, de manera que, la economía americana seguiría siendo resiliente y la inflación desafiante en la última milla. Ante el tono más *hawkish* de la Reserva Federal, el mercado ajustó considerablemente sus expectativas de política monetaria y actualmente estima entre 1 o 2 recortes de 25 pbs. durante la segunda mitad de este año, incorporando un escenario en donde los futuros recortes serían graduales y las tasas se mantendrían en niveles elevados por más tiempo, mientras que a la vez aumenta la probabilidad de una pausa en el ciclo de ajuste monetario.

Por el lado de datos económicos, la economía norteamericana sigue mostrando señales de fortaleza y el actual escenario de *soft landing*, podría evolucionar a un escenario de *no landing* ante el impulso de las políticas de Trump. La actividad económica se mantiene fuerte y las ventas minoristas continúan repuntado dando señales de un consumo resiliente. Por su parte, las estimaciones de crecimiento PIB para este año se corrigen al alza y tanto el Fed como el mercado esperan un crecimiento de 2.1%, aun por encima del crecimiento tendencial. En cuanto al mercado laboral, durante diciembre la creación de empleo vuelve a superar las expectativas y alcanza su mayor nivel desde marzo, la tasa de desempleo disminuye a 4.1% y los salarios se moderan a 3.9% anual ayudando a aliviar presiones inflacionarias. Por el lado de la inflación, los últimos meses se ajusta al alza impulsada principalmente por efectos de base de comparación y el registro de diciembre se alcanzó un 2.9% anual, en línea con las expectativas, mientras que la inflación subyacente mostró señales positivas al desacelerarse a 3.2%. De tal manera que, la inflación termina 2024 sobre la meta del 2% y la última milla de la inflación se mantiene desafiante.

Es así que, en este entorno de fortaleza económica en EE.UU. y de menos recortes por parte del Fed, este último mes observamos un nuevo *sell off* en los bonos del tesoro americano, incorporando nuevamente un entorno de tasas "*higher for longer*", de manera que, tras la reunión del Fed, tanto la renta fija como variable presentaron retornos negativos. Por su parte, las alzas de tasas se centraron en la parte larga de la curva generando un *bear steepening*, la tasa del tesoro de 2 años aumentó a 4.26% y la tasa de 10 años vuelve a 4.67%.

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 la reunión del Fed vuelve a subir y alcanza nuevamente los 103 pts. impulsado por un nuevo *sell off* de la parte larga de la curva. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan al alza este último mes, alcanzando 2.53% y 2.42% respectivamente, internalizando las mayores preocupaciones del Fed por la convergencia inflacionaria ante las políticas del gobierno de Trump.

**Dado lo anterior, en este entorno de tasas altas por más tiempo y de fuertes datos económicos en EE.UU. y ante el cambio de tono del Fed hacia un ajuste monetario más pausado, se mantiene un leve corto en duración con respecto al benchmark. En los treasuries se toma un OW en bonos de 2 años, se mantiene el neutral en bonos de 10 años y se toma un UW en bonos de 30 años, manteniendo preferencia en la parte corta de la curva ante las**

**fuertes presiones al alza que observamos en la parte larga, vulnerable a una elevada volatilidad. Por su parte, se mantiene el UW en TIPS esperando una moderación en las expectativas inflacionarias.**

**GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene el neutral**

Por el lado de *Investment Grade*, comienza el año 2025 y la divergencia económica entre los países desarrollados se intensifica. Por su parte, EE.UU. se prepara para un segundo mandato de Trump con una economía que continuaría creciendo sobre el tendencial, el mercado laboral vuelve a mostrar señales de resiliencia y la inflación se mantiene aún sobre la meta y podría verse presionada por el impacto inflacionario que tendría el plan de tarifas de Trump. En contraste, en Europa, las principales potencias de la región, Francia y Alemania presentan problemas políticos internos desencadenando una crisis de liderazgo en la Zona Euro. Es así que, desde último trimestre de 2024 observamos un deterioro de las perspectivas económicas y el crecimiento de la región se viene revisando a la baja de 1.4% a 1% para este 2025 ante las nuevas amenazas que significan el plan de tarifas del gobierno de Trump. Por el lado de la inflación, los riesgos de inflación al alza son acotados y a pesar de que se desvanece el efecto de base de comparación en el precio de energía generando un aumento en los registros los últimos meses, la débil demanda deja poco espacio para que las empresas suban los precios y se espera la inflación converja a la meta del 2% la segunda mitad del año. Es así que, en la última reunión del año finalmente el Fed de EE.UU. y el Banco Central Europeo parecen tomar caminos distintos luego de mantener sus políticas monetarias relativamente alineadas durante todo 2024. El Fed retoma el discurso *hawkish* y ante la fortaleza económica modera su ciclo de recortes de tasas estimando solo 2 recortes de 25 pbs., mientras que en Europa el BCE mantiene el enfoque de ajuste gradual y se esperan 4 recortes de tasas en 2025, lo que mantendría al euro bajo presión durante el año.

En cuanto a *Investment Grade*, en diciembre la clase de activo tuvo un desempeño de -1.3% explicado por una mezcla de ampliación de spreads y alzas 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 5% y una mayor calidad crediticia con respecto a otros activos. Sin embargo, en cuanto a valorizaciones, a pesar de ciertas correcciones que observamos el mes pasado nos parecen aun poco atractivas y con espacio para mayores ampliaciones de *spread*, sobre todo en Europa en donde el panorama económico se ve más adverso. Debido a esto, **se mantiene el neutral en *Global Investment Grade*.**

**GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el neutral**

En cuanto a *high yield*, luego de un gran 2024 en donde la clase de activo generó un *outperformance* con respecto al resto de activos de renta fija tanto en deuda desarrollada como en emergente, en 2025 la clase de activo se mantiene atractiva en este entorno de tasas altas y fortaleza económica. A días del inicio del segundo gobierno de Trump la volatilidad ha comenzado a aumentar sobre todo en la parte más larga de la curva, de manera que, la menor duración de *high yield* la protege de los *sell off* de los bonos del Tesoro. Por otro lado, en los últimos datos económicos la actividad económica se mantiene fuerte mientras que el mercado laboral continúa resiliente al ajuste monetario y la creación de empleo sorprende al alza, es así que se sigue postergando el *soft landing* de la economía norteamericana y aumentan las probabilidades de un *no landing*, lo que le entrega soporte a los bajos niveles de *spread*.

En diciembre, observamos un nuevo *sell off* de los *treasuries* norteamericanos impulsando las tasas al alza, y *high yield* se mantuvo más defensiva que el resto de los activos de renta fija y cayó -0.2% durante el mes. Por otro lado, si bien la clase de activo aun ofrece un *yield* elevado de 7.3%, los bajos niveles actuales de los *spreads* no nos parecen un punto

de entrada atractivo, por lo que aun mantenemos cautela ante la incertidumbre de los primeros días del gobierno de Trump donde podríamos observar ciertas correcciones. Dado lo anterior, **se mantiene el neutral Global HY.**

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

Respecto a la deuda emergente, durante 2024 se observó una fuerte correlación entre las tasas de los bonos del tesoro americano con las tasas de países emergentes. Durante el año observamos una elevada volatilidad, con un *treasury* de 10 años que se movió en un rango de 3.6% a 4.7%, y los activos de renta fija emergentes acoplándose a los movimientos de las tasas norteamericanas. Sin embargo, a pesar de esta alta correlación entre las tasas de las distintas regiones, la deuda emergente cerró el año pasado con un *outperformance* respecto a la deuda desarrollada, tanto en la parte soberana como corporativa.

Respecto a la deuda soberana emergente, la clase de activo acumuló un desempeño de 6.5% (en USD) en 2024, por sobre el desempeño de la deuda soberana desarrollada. Sin embargo, a pesar del buen rendimiento del año anterior, el escenario para 2025 se torna más desafiante. Tras la reunión de diciembre del Fed el discurso tomó una postura bastante más *hawkish*, lo que se plasmó en las proyecciones de recortes para este año, que se corrigen a la baja previendo tan solo dos recortes esperados para 2025. En el entorno volátil actual, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hace más vulnerable a correcciones de *spread*, principalmente por la incertidumbre económica y política que genera el próximo gobierno de Trump, por lo que se mantiene la preferencia por la deuda corporativa emergente por sobre la soberana. En esta línea, se decide tomar una posición *UW* (desde neutral) en deuda soberana emergente.

Por el lado de la deuda corporativa emergente, se mantiene la sobreexposición en bonos corporativos *Investment Grade*. La mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección ante la volatilidad e incertidumbre actual, mientras que aún mantiene *yields* atractivos, cerrando 2024 con un rendimiento de 5%. Además, la clase de activo posee una duración en la parte media de la curva, lo que entrega mayor protección ante la volatilidad de las tasas largas del último mes. Por otro lado, a pesar de la moderación por parte del Fed en su ciclo de recortes, se espera que los bancos centrales de países emergentes continúen, aunque más moderadamente, con el ajuste monetario, lo que abre espacio para un buen desempeño por caídas de tasas en mercados emergentes.

En cuanto a *High Yield*, en 2024 se consolidó como la clase de activo de renta fija con mejor retorno, acumulando una rentabilidad de 11.7% y manteniendo un *outperformance* con respecto a *High Yield* desarrollado. Sumado a esto, la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 8.2%. Los spreads se han acoplado a los movimientos del resto de los instrumentos de renta fija, comprimiéndose hasta valores cercanos al mínimo de 5 años, ante la fortaleza de la economía norteamericana y las expectativas que se generan en torno a las políticas de desregulación que podría implementar Trump. A su vez, a pesar del aumento en las expectativas de *defaults* para el cierre de 2024 (3.6%), las estimaciones muestran que estas disminuirían para 2025, llegando a 2.7%. De esta forma, se mantiene la sobreexposición en deuda emergente *High Yield*.

Por el lado de *local markets*, las monedas emergentes cerraron un 2024 negativo frente a un dólar fuerte tanto por el triunfo de Trump en las elecciones como por la fortaleza de la economía norteamericana. El DXY subió 7% durante el año anterior, y se mantendría fuerte al menos durante la primera parte del año ante la incertidumbre que genera la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, y el efecto inflacionario que podrían traer sus políticas. Además, el Fed ajusta sus

perspectivas disminuyendo el número de recortes para 2025, lo que sumado a lo anterior generaría una pérdida de valor en las monedas emergentes.

En línea con lo anterior, **se toma posición UW en deuda soberana, se mantiene el neutral en local markets y el OW en bonos corporativos HY e IG.**

### Exposición a Monedas | Enero 2025

| Monedas | Bench. | Dic    | Ene    | OW/UW | Cambio |       |   |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|---|
| USD     | 57.5%  | 57.2%  | 58.1%  | OW    | 0.6%   | 0.9%  | + |
| EUR     | 7.5%   | 7.3%   | 6.8%   | UW    | -0.7%  | -0.5% | - |
| GBP     | 1.5%   | 1.6%   | 1.0%   | UW    | -0.5%  | -0.5% | - |
| JPY     | 2.5%   | 2.1%   | 2.6%   | OW    | 0.1%   | 0.5%  | + |
| GEMs    | 31.0%  | 31.9%  | 31.5%  | OW    | 0.5%   | -0.4% | - |
|         | 100.0% | 100.0% | 100.0% |       |        |       |   |

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

## Resultados TAACo Global | Diciembre 2024

| Clase de activo / Región                | Benchmark    | Compass      | Over/Under   | Rentabilidad mensual Indices | Contribución al Portafolio |               | Attribution Analysis |              |
|---|--------------|--------------|--------------|------------------------------|----------------------------|---------------|----------------------|--------------|
|   |              |              |              |                              | Benchmark                  | Compass       | Clase de Activo      | Selectividad |
| Acciones                                | 50%          | 52%          | 2%           | -1.8%                        | -0.89%                     | -1.0%         | -0.1                 | -5.3         |
| Renta Fija                              | 50%          | 48%          | -2%          | -1.6%                        | -0.82%                     | -0.8%         | -0.1                 | 0.9          |
| Caja                                    | 0%           | 0%           | 0%           | 0.4%                         | 0.0%                       | 0.0%          | 0.0                  |              |
| Oro                                     | 0%           | 0%           | 0%           | -1.6%                        | 0.0%                       | 0.0%          | 0.0                  |              |
| Cobertura                               |              |              |              |                              |                            | 0.0%          | -2.3                 |              |
| <b>Portafolio</b>                       |              |              |              |                              | <b>-1.71%</b>              | <b>-1.8%</b>  | <b>-2.5</b>          | <b>-4.4</b>  |
| Outperformance / Underperformance (bps) |              |              |              |                              |                            |               |                      |              |
| Europe ex UK                            | 14.0%        | 13.0%        | -1.0%        | -2.4%                        | -0.33%                     | -0.31%        | 0.6                  |              |
| Europe Small Cap ex UK                  | 1.0%         | 1.0%         | 0.0%         | -1.9%                        | -0.02%                     | -0.02%        | 0.0                  |              |
| UK                                      | 3.0%         | 3.0%         | 0.0%         | -2.8%                        | -0.08%                     | -0.08%        | 0.0                  |              |
| US Large Cap Growth                     | 17.0%        | 17.0%        | 0.0%         | 2.2%                         | 0.38%                      | 0.38%         | 0.0                  |              |
| US Large Cap Value                      | 15.0%        | 16.0%        | 1.0%         | -6.9%                        | -1.03%                     | -1.10%        | -5.1                 |              |
| US Small Caps                           | 4.0%         | 4.0%         | 0.0%         | -7.8%                        | -0.31%                     | -0.31%        | 0.0                  |              |
| Japan                                   | 5.0%         | 4.0%         | -1.0%        | -0.4%                        | -0.02%                     | -0.02%        | -1.3                 |              |
| <b>Desarrollados</b>                    | <b>59.0%</b> | <b>58.0%</b> | <b>-1.0%</b> | <b>-2.4%</b>                 | <b>-1.42%</b>              | <b>-1.46%</b> | <b>-5.8</b>          |              |
| LatAm                                   | 5.0%         | 6.0%         | 1.0%         | -6.1%                        | -0.31%                     | -0.37%        | -4.3                 |              |
| LatAm Small Cap                         | 1.0%         | 1.0%         | 0.0%         | -7.7%                        | -0.08%                     | -0.08%        | 0.0                  |              |
| China                                   | 10.0%        | 10.0%        | 0.0%         | 2.7%                         | 0.27%                      | 0.27%         | 0.0                  |              |
| EM Asia ex China                        | 20.0%        | 20.0%        | 0.0%         | -1.0%                        | -0.20%                     | -0.20%        | 0.0                  |              |
| EM Asia Small Cap                       | 5.0%         | 5.0%         | 0.0%         | -0.7%                        | -0.04%                     | -0.04%        | 0.0                  |              |
| <b>Emergentes</b>                       | <b>41.0%</b> | <b>42.0%</b> | <b>1.0%</b>  | <b>-0.9%</b>                 | <b>-0.35%</b>              | <b>-0.41%</b> | <b>-4.3</b>          |              |
| <b>Equities</b>                         |              |              |              |                              | <b>-1.77%</b>              | <b>-1.87%</b> | <b>-10.2</b>         |              |
| Treasuries 2Y                           | 5.9%         | 5.9%         | 0.0%         | 0.2%                         | 0.01%                      | 0.01%         | 0.0                  |              |
| Treasuries 10Y                          | 12.4%        | 12.4%        | 0.0%         | -2.7%                        | -0.33%                     | -0.33%        | 0.0                  |              |
| Treasuries 30Y                          | 7.2%         | 7.2%         | 0.0%         | -6.2%                        | -0.45%                     | -0.45%        | 0.0                  |              |
| US Tips                                 | 2.8%         | 0.8%         | -2.0%        | -1.6%                        | -0.04%                     | -0.01%        | -0.1                 |              |
| Global Corporate IG                     | 27.5%        | 27.5%        | 0.0%         | -2.0%                        | -0.54%                     | -0.54%        | 0.0                  |              |
| Global Corporate HY                     | 4.3%         | 4.3%         | 0.0%         | -0.6%                        | -0.03%                     | -0.03%        | 0.0                  |              |
| <b>Deuda Desarrollados</b>              | <b>60.1%</b> | <b>58.1%</b> | <b>-2.0%</b> | <b>-2.3%</b>                 | <b>-1.38%</b>              | <b>-1.35%</b> | <b>-0.1</b>          |              |
| EMBI                                    | 10.8%        | 10.8%        | 0.0%         | -1.4%                        | -0.15%                     | -0.15%        | 0.0                  |              |
| EM Corporate IG                         | 3.3%         | 4.3%         | 1.0%         | -0.9%                        | -0.03%                     | -0.04%        | 0.8                  |              |
| EM Corporate HY                         | 4.8%         | 5.8%         | 1.0%         | -0.4%                        | -0.02%                     | -0.02%        | 1.3                  |              |
| EM Local Markets                        | 21.0%        | 21.0%        | 0.0%         | -0.3%                        | -0.07%                     | -0.07%        | 0.0                  |              |
| <b>Deuda Emergente</b>                  | <b>39.9%</b> | <b>41.9%</b> | <b>2.0%</b>  | <b>-0.7%</b>                 | <b>-0.26%</b>              | <b>-0.28%</b> | <b>2.0</b>           |              |
| <b>Fixed Income</b>                     |              |              |              |                              | <b>-1.65%</b>              | <b>-1.63%</b> | <b>1.9</b>           |              |

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 31 de diciembre de 2024

En diciembre se optó por un *OW* en acciones (52%), financiado con una subexposición en bonos (48%), dejando la cartera sin caja. Al 31 de diciembre la cartera tuvo una pérdida mensual de 1.8%, mostrando un leve *underperformance* con respecto al *benchmark* (-1.7%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** restó valor, dado que la renta variable cayó más que la fija (ii) la **selección de instrumentos** fue negativa: generó ganancias el corto Europa, pero restó el largo LatAm, US Large Cap Value y el corto en Japón. En bonos sumó el largo en papeles corporativos emergentes.

## Desempeño

## Histórico

| TAACo Global                   | Desempeño    |              |              |              |              |             | Desde inicio** | Volatilidad 5 años* |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|---------------------|
|                                | 1 mes        | 3 meses      | 2024         | 3 años*      | 5 años*      | 10 años*    |                |                     |
| <b>TAACo</b>                   | <b>-1.8%</b> | <b>-4.2%</b> | <b>5.8%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>3.1%</b>  | <b>4.1%</b> | <b>5.0%</b>    | <b>10.4%</b>        |
| Benchmark                      | -1.7%        | -4.2%        | 6.3%         | -0.4%        | 2.4%         | 3.4%        | 3.8%           | 10.2%               |
| Out/Under perf. (bps)          | -7           | -5           | -46          | 84           | 66           | 66          | 125            |                     |
| <b>Acciones</b>                | <b>-1.9%</b> | <b>-4.9%</b> | <b>10.5%</b> | <b>1.3%</b>  | <b>5.4%</b>  | <b>5.4%</b> | <b>3.9%</b>    | <b>15.2%</b>        |
| Benchmark                      | -1.8%        | -4.8%        | 10.9%        | 1.2%         | 5.3%         | 5.4%        | 3.5%           | 15.1%               |
| Europe ex UK                   | -2.4%        | -10.8%       | -2.1%        | -2.3%        | 3.0%         | 3.2%        | 2.7%           | 19.9%               |
| Europe Small Cap ex UK         | -1.9%        | -11.3%       | -5.9%        | -7.9%        | 1.4%         | 4.5%        | 6.5%           | 24.0%               |
| UK                             | -2.8%        | -6.8%        | 7.5%         | 5.3%         | 4.5%         | 3.9%        | 4.5%           | 19.5%               |
| US Large Cap Growth            | 2.2%         | 8.5%         | 37.2%        | 11.0%        | 20.2%        | 17.2%       | --             | 21.6%               |
| US Large Cap Value             | -6.9%        | -3.4%        | 13.7%        | 5.1%         | 7.8%         | 7.8%        | --             | 17.1%               |
| US Small Caps                  | -7.8%        | 0.8%         | 11.6%        | 2.7%         | 8.9%         | 8.7%        | 9.2%           | 24.4%               |
| Japan                          | -0.4%        | -3.7%        | 6.3%         | 0.7%         | 2.7%         | 4.2%        | 2.0%           | 16.0%               |
| <b>Desarrollados</b>           | <b>-2.6%</b> | <b>-0.2%</b> | <b>18.7%</b> | <b>6.3%</b>  | <b>11.2%</b> | <b>9.9%</b> | <b>7.1%</b>    | <b>18.4%</b>        |
| LatAm                          | -6.1%        | -15.8%       | -26.4%       | 2.1%         | -3.4%        | 0.4%        | 6.6%           | 30.4%               |
| LatAm Small Cap                | -7.7%        | -17.4%       | -32.0%       | -6.1%        | -10.0%       | -3.6%       | 4.6%           | 33.2%               |
| China                          | 2.7%         | -7.7%        | 19.4%        | -6.1%        | -3.4%        | 1.9%        | 7.3%           | 28.0%               |
| EM Asia ex China               | -1.0%        | -8.0%        | 8.5%         | 1.5%         | 8.2%         | 7.2%        | --             | 20.1%               |
| EM Asia Small Cap              | -0.7%        | -7.3%        | 7.2%         | 1.9%         | 11.0%        | 6.7%        | 9.2%           | 19.6%               |
| EM Europe and Middle East      | 0.8%         | -4.3%        | 1.7%         | -9.5%        | -5.3%        | -2.8%       | 2.2%           | 19.7%               |
| <b>Emergentes</b>              | <b>-0.1%</b> | <b>-8.0%</b> | <b>7.5%</b>  | <b>-2.0%</b> | <b>1.5%</b>  | <b>3.7%</b> | <b>7.7%</b>    | <b>18.4%</b>        |
| <b>Renta fija</b>              | <b>-1.6%</b> | <b>-3.5%</b> | <b>1.8%</b>  | <b>-1.9%</b> | <b>-0.5%</b> | <b>1.5%</b> | <b>4.1%</b>    | <b>6.5%</b>         |
| Benchmark                      | -1.6%        | -3.6%        | 1.8%         | -2.2%        | -0.8%        | 1.2%        | 3.5%           | 6.5%                |
| Treasuries 2Y                  | 0.2%         | -0.2%        | 3.7%         | 0.9%         | 1.1%         | 1.2%        | 2.2%           | 2.0%                |
| Treasuries 10Y                 | -2.7%        | -5.2%        | -1.7%        | -5.4%        | -2.1%        | 0.1%        | 3.3%           | 8.4%                |
| Treasuries 30Y                 | -6.2%        | -9.5%        | -8.0%        | -14.7%       | -6.9%        | -1.7%       | 3.8%           | 16.6%               |
| US Tips                        | -1.6%        | -2.9%        | 1.8%         | -2.3%        | 1.9%         | 2.2%        | 4.3%           | 6.3%                |
| Global Corporate IG            | -2.0%        | -4.0%        | 1.1%         | -2.6%        | -0.2%        | 1.6%        | 4.2%           | 9.2%                |
| Global Corporate HY            | -0.6%        | -1.1%        | 7.2%         | 2.1%         | 3.2%         | 4.4%        | 6.8%           | 10.0%               |
| <b>Deuda Desarrollados [1]</b> | <b>-2.3%</b> | <b>-4.3%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>-3.4%</b> | <b>-1.0%</b> |             |                |                     |
| EMBI                           | -1.4%        | -1.9%        | 6.5%         | -0.9%        | 0.1%         | 3.1%        | 6.8%           | 11.6%               |
| EM Corporate IG                | -0.9%        | -1.6%        | 4.9%         | -1.1%        | 0.8%         | 2.8%        | --             | 6.6%                |
| EM Corporate HY                | -0.4%        | -0.1%        | 11.5%        | 1.1%         | 1.6%         | 5.0%        | --             | 10.7%               |
| EM Local Markets               | -0.3%        | -3.5%        | 1.5%         | -0.1%        | -0.5%        | 1.1%        | --             | 9.4%                |
| <b>Deuda Emergentes [1]</b>    | <b>-0.7%</b> | <b>-2.4%</b> | <b>4.3%</b>  | <b>-0.3%</b> | <b>0.1%</b>  |             |                |                     |
| <b>Caja</b>                    | <b>0.4%</b>  | <b>1.2%</b>  | <b>5.3%</b>  | <b>4.0%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>1.7%</b> | <b>1.6%</b>    | <b>0.7%</b>         |
| <b>Oro</b>                     | <b>-1.6%</b> | <b>-0.8%</b> | <b>25.5%</b> | <b>13.0%</b> | <b>11.5%</b> | <b>8.0%</b> | <b>10.2%</b>   | <b>14.2%</b>        |

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

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