

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Ago	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-2.8%	2.5%	6.2%	6.4%	1.2%	2.7%	3.8%	4.8%	10.1%
Benchmark	-2.7%	2.8%	6.5%	6.5%	-0.5%	1.9%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-3	-34	-33	-10	177	80	80	134	
Acciones	-4.2%	5.3%	10.2%	9.2%	3.5%	3.5%	5.0%	3.5%	14.8%
Benchmark	-4.1%	5.4%	10.5%	9.7%	3.3%	3.4%	4.8%	3.0%	14.7%
Renta Fija	-1.3%	0.1%	2.6%	2.8%	-3.9%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	-1.3%	0.2%	2.6%	3.1%	-4.6%	0.0%	0.9%	3.4%	6.2%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-1.4%	-1.1%	7.1%	13.2%	-0.3%	10.1%	3.4%	9.4%	14.1%

Resultados al 31 de agosto de 2023

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

Hacia fin de año y más allá .....	1
Asignación de activos .....	4
Resultados TAACo Global agosto 2023.....	17
Desempeño histórico .....	18

## Hacia fin de año y más allá

Con el final del período de vacaciones de verano en el hemisferio norte aumenta la liquidez en los mercados mundiales y los agentes de mercado –inversionistas, consumidores, sector corporativo, entre ellos- vuelven la vista hacia lo que queda de este año y comienzan a moldear sus expectativas para 2024.

En cuanto a la actividad económica, en el contexto de una desaceleración global (de divergentes magnitudes a lo largo del mundo), y condiciones monetarias restrictivas, por primera vez desde principios del año los PMI del sector servicios de las economías desarrolladas convergen hacia territorio de desaceleración. Este indicador predice la expansión o contracción de las tasas de crecimiento para las próximos seis a doce meses, y si bien los PMI del sector manufacturero llevan más de un año señalando contracción -menos de 50 puntos- los del sector servicios habían mostrado resiliencia que los mantuvo por encima de dicho nivel hasta el mes pasado. Los países europeos cruzaron dicha frontera, en el caso de Estados Unidos viene cayendo sostenidamente y está en 51 puntos (de 55 máximo en mayo pasado) y Japón es la excepción.

El premio por riesgo (medida del atractivo de las acciones relativo a los bonos) se mantiene en mínimos históricos, producto de varios factores. Entre ellos destacan los máximos de inflación en cuarenta años que generaron alzas en las tasas de interés, lideradas por la tasa de referencia estadounidense *Fed Funds Rate*, en su peak (5.5% anual) desde los noventa y valorizaciones accionarias altas.

Las grandes preguntas para lo que queda de 2023 y configurar las perspectivas para el próximo año, precisamente giran en torno a las tasas de interés, inflación y crecimiento. La actividad en Estados Unidos ha sido resiliente; hay ciertos indicadores que muestran suavización del crecimiento, aunque el mercado laboral se mantiene robusto.

En este marco se barajan en el mercado cuatro escenarios. (i) Recesión (*hard landing*), como efecto de un error de política monetaria excesivamente restrictiva, que daría paso hacia fin de este año a contracción de la actividad y deterioro del empleo que llevaría a bajar las tasas de interés. (ii) Aterrizaje/recesión suave (*soft landing*) en la que la inflación seguiría demorándose

Este mes aumenta la liquidez en los mercados globales con el fin de las vacaciones

Deterioro de las expectativas llega al sector de servicios

El premio por riesgo se mantiene en mínimos históricos

¿Qué queda para 2023? tasas de interés, inflación y crecimiento

en bajar y se mantendrían las tasas de interés altas por más tiempo. (iii) No recesión o *no landing* dentro del cual podría darse ya sea un (a) crecimiento estable, aunque magro, inflación bajando consistentemente y, dando eventualmente espacio para que bajen las tasas de interés o bien una (b) re-aceleración gracias al salto en la productividad producto de la revolución digital e inteligencia artificial.

Se barajan cuatro escenarios macroeconómicos

El mercado ha bajado sus expectativas de alzas adicionales en las tasas de interés y las probabilidades apuntan a que se mantendrían en sus niveles actuales, con la primera baja en mayo del próximo año. Asimismo, las expectativas señalan que se podrían dar hasta 4 recortes de tasa (de 25 pbs. cada uno) el próximo año.

Mercado no contempla alzas adicionales de tasas

Nuestro escenario base es de un *soft landing*, con datos de actividad gradualmente deteriorándose y la inflación lentamente cediendo, con tasas de interés altas por más tiempo. Las tasas de interés y la inflación habrían llegado a máximos y comenzarían a bajar hacia el segundo trimestre del próximo año. Las condiciones monetarias restrictivas son evidentes en créditos bancarios e hipotecarios, entre otros y ello debiera comenzar a tener efecto en datos de consumo y posteriormente empleo hacia fines de este año.

Nuestro escenario base es un *soft landing*

Si pasamos a la segunda economía más grande del mundo, China, que no parece encontrar el camino a la recuperación económica tan esperada desde principios de año cuando se terminó con la política cero COVID. Hasta ahora las medidas adoptadas parecen insuficientes (recortes de encajes, impuesto a las estampillas y requerimientos de margen para transacciones accionarias) y las presiones deflacionarias son cada vez más evidentes y su impulso a los precios de los activos chinos han sido de corto aliento. Un segundo foco de freno a la economía es la crisis inmobiliaria con grandes compañías en graves problemas de insolvencia y medidas destinadas a reactivar el sector por el lado de la demanda que aún sus resultados probables son confusos, ya que no hay transparencia en cómo finalmente va a enfrentar el gobierno los problemas de este sector. Por último, la pérdida de confianza de los inversionistas locales y extranjeros y de los consumidores chinos se ha traducido en que las expectativas y potenciales efectos de los estímulos sean poco efectivos.

La economía china no encuentra el camino a la recuperación

Por el lado de Estados Unidos, es clave monitorear los datos de actividad y precios que dan la posibilidad de predecir mejor a un Fed data dependiente decidido a vencer a la inflación. También cuán dañinas pueden ser nuevas presiones inflacionarias y tasas más largas por más tiempo o aumentos de éstas.

Datos económicos de EE.UU. ayudarán a predecir pasos del Fed

En el otro lado, en China la predictibilidad es significativamente más complicada pues depende de un gobierno que se debate entre el pragmatismo y la ideología, con señales hacia uno y otro lado en los últimos años. Lo que sí es importante tener en cuenta cuáles pueden ser los efectos de un estancamiento, bajo crecimiento o recuperación de China en las regiones dependientes del comercio con el gigante asiático, como el resto de Asia, Europa, América Latina y cuál es el contrapeso que una economía resiliente como la de Estados Unidos y el *nearshoring*, *friendshoring* y *on shoring* podrían significar.

En China el gobierno se debate entre el pragmatismo y la ideología

Ciertamente hay riesgos de corto plazo a nuestro escenario base. En Estados Unidos que un recorte a la calificación de la deuda en Estados Unidos sea seguido por un recorte a la de los bancos estadounidenses, una nueva discusión en ese país en torno al techo de la deuda y

presiones de los sindicatos por mayores sueldos con consiguientes huelgas que afectarían la actividad lo que resta del año. En el caso de China el riesgo es de más largo plazo, y dependerá de cómo se enfrenta la dificultad para volver a crecer y cuán efectiva resulta esta (¿japonización o no?). Y, por último, nuevas presiones inflacionarias que llevarían a más alzas en las tasas de interés.

Con un horizonte hacia fin de año, para septiembre mantenemos nuestra asignación neutral entre acciones y renta fija. En renta variable favorecemos las acciones japonesas, latinoamericanas y Asia emergente ex China, mientras que en renta fija el deterioro de las condiciones financieras para las empresas nos lleva a bajar deuda *high yield* a *underweight* a favor de la de deuda corporativa *investment grade* que se favorecerá de las bajas en las tasas de interés conforme vayan saliendo indicadores de inflación y crecimiento más débiles.

Riesgos de corto plazo al escenario base

Para septiembre el TAACo se mantiene neutral entre renta variable y renta fija

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | SEPTIEMBRE 2023

TAACo Global	Bench.	Agosto	Septiembre	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	50%	50%	N		
Caja				N		
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.5%	11.0%	11.0%	UW	-2.5%	
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	4.6%	3.6%	N		-1.0%
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>52.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-1.0%</b>
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%	
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	16.6%	OW	1.0%	1.0%
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	6.1%	UW	-0.8%	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>47.2%</b>	<b>OW</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N		
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	11.5%	N		
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N		
US Tips	2.8%	1.5%	1.5%	UW	-1.3%	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	27.5%	OW	1.0%	1.0%
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	3.3%	UW	-1.0%	-1.0%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>56.4%</b>	<b>56.4%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.3%</b>	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	4.6%	OW	1.0%	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	5.9%	OW	0.9%	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	24.1%	OW	0.9%	
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>43.6%</b>	<b>43.6%</b>	<b>OW</b>	<b>1.3%</b>	
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Neutral entre acciones vs. bonos, sin caja

Acciones: aumenta OW mercados emergentes relativo a desarrollados y se neutraliza US Small Cap para financiar OW Asia Emergente ex China

En renta fija se mantiene neutral en bonos del tesoro estadounidense, el UW en TIPs y se favorece un OW en bonos corporativos globales IG financiado por un UW HY. OW bonos emergentes; balanceado entre corporativos en dólares y monedas locales.

## RENTA VARIABLE

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

El *momentum* económico y corporativo continúa débil, con correcciones a la baja tanto para el crecimiento económico como para las utilidades. Tal deterioro en las perspectivas se reflejó en el desempeño de la región, durante agosto el Stoxx 50 cayó 5.4% (en USD), peor que las acciones estadounidenses y japonesas.

Si bien los datos son menos malos y el índice de sorpresa económica mantiene una tendencia al alza, éste sigue en un profundo terreno negativo. Los indicadores de confianza retroceden (económica, industrial, de servicios, Sentix de inversionistas y de consumidores). Los indicadores líderes PMIs se ubican en terreno contractivo (bajo los 50 pts., umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes doce meses), con el de servicios bajando de 50 pts. por primera

vez desde fines de 2022. El consumo se mantiene deprimido (las ventas minoristas se han contraído los últimos 9 meses en términos interanuales), al igual que la producción industrial.

De acuerdo al consenso de los analistas en Bloomberg, la Eurozona crecería 0.6% este año y 0.9% el próximo (vs. 0.9% y 1.5% proyectado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su revisión de julio). Por su sesgo exportador e industrial, con China como uno de sus principales socios comerciales, Alemania sería uno de los países con la mayor contracción económica (0.3% este 2023) y crecería 0.9% en 2024, dato que ha sido persistentemente corregido a la baja. Los datos económicos alemanes también decepcionan; el PMI manufacturero se ubica en 39.1. pts. en agosto y el de servicios retrocedió a 47.3 pts. desde 52.3 en julio.

A nivel agregado, la inflación mantiene una senda de convergencia y se ubica en 5.3% anual en agosto (al igual que en julio), pero la medida subyacente sigue “porfiada” y registró también 5.3% anual. Sin mucho cambio en las condiciones respecto a la versión anterior de este documento, el Banco Central Europeo (BCE) debería continuar con el ajuste monetario. En la reunión de julio se aumentó la tasa de interés en 25 puntos base (pbs.) hasta 3.75% y el mercado internaliza que quedaría solo un alza más de tasas para llevarlas hasta 4.0%, nivel en que se mantendría hasta mediados del próximo año. La curva de tasas de interés en el último mes experimentó un leve empinamiento en el tramo 2-10 años -aunque se mantiene la inversión-, con caídas en los tramos más cortos y alzas marginales en los más largos. Como referencia, en Alemania la tasa del Bund a 2 años se ubica en 2.98% y la de 10 años en torno a 2.56%.

Respecto al sector corporativo, se estima que las utilidades crezcan 2.7% en 2023, dato que se corrige a la baja en el último mes (estimación de Citi, Factset). A pesar de las turbulencias, el crecimiento de utilidades estaría liderado por el sector financiero y en menor medida, el tecnológico y consumo discrecional. A nivel de países, destaca Países Bajos con un crecimiento esperado de utilidades de 30% para este año impulsado por la empresa relacionada a semiconductores ASML (el dato se corrige fuertemente a la baja en el último mes). Por su parte, Francia, el país con mayor ponderación en el índice europeo, tendría una contracción de utilidades en torno a 3% (dato que se ha corregido al alza), mientras que en Alemania las utilidades crecerían un tímido 2%.

El rezago de los últimos meses alivia las valorizaciones. 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 desarrollados. Esta última más de dos desviaciones estándar bajo el promedio.

Deterioro del *momentum* económico y corporativo, débil expectativa de crecimiento de utilidades y constantes salidas de flujos (por 25va semana consecutiva salen flujos de fondos e ETFs) **nos llevan a mantener la posición *underweight*.**

## **REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight***

A pesar de lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (~4.3%), se mantiene una posición corta en acciones británicas debido a la falta de convicción en una recuperación sostenida del país, pérdida de dinamismo económico, política monetaria restrictiva, una libra esterlina que se ha fortalecido -comprimiendo los ingresos del sector exportador-, debilitamiento del sector corporativo y persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs.

El índice de sorpresa económica se mantiene positivo, pero con tendencia a la baja. PMIs tanto de manufacturas como servicios retroceden en agosto y se ubican en 42.5 y 48.7 pts. respectivamente. A pesar de que la tasa de desempleo ha subido, el mercado laboral se mantiene estrecho (tasa de desempleo en 4.2% en junio, similar a prepandemia) mientras el consumo no ha logrado revertir la tendencia a la baja debido a lo alto de la inflación, que presiona el poder de compra de los hogares (las ventas minoristas completan 16 meses consecutivos de contracción en términos interanuales).

Por su parte, la política monetaria continuaría restrictiva por tiempo prolongado. La inflación de julio retrocedió de 7.9% anual a 6.8%, pero la medida subyacente se mantuvo estable (en 6.9%). Ante precios que no ceden y salarios que se aceleran (aumentaron 8.2% anual en julio, superando las expectativas), el Banco de Inglaterra subiría dos veces más la tasa de referencia para llegar a 5.75% con subidas de 25 pbs. en las reuniones de septiembre y noviembre; la tasa se quedaría en tal nivel por un tiempo prolongado, sin recortes durante 2024. La curva de tasas se movió al alza prácticamente en forma paralela en el último mes. Así, la tasa a 2 años subió casi 10 pbs. hasta 4.96% y la de 10 años también en torno a 10 pbs. hasta 4.45%.

El sector corporativo, que se mostró resiliente en 2022, resentirá el menor crecimiento económico este año; se estima que las utilidades se contraigan en torno a 9% en 2023 -dato que se mantiene estable en el último mes-, los sectores de materiales y energía tendrían los peores resultados, mientras que el financiero y en menor medida el tecnológico tendrán el mayor incremento en utilidades. Para 2024 se estima una recuperación de las utilidades, que crecerían cerca de 4%. El índice accionario se caracteriza por una generación de ingresos más internacional que doméstica, de esta forma queda expuesto en gran medida a las expectativas de crecimiento global y se ve afectado por la apreciación de la libra esterlina -que ha ganado casi 4.5% en lo corrido del año-.

### **ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* se mantienen en neutral, mientras *small caps* se neutraliza desde *overweight***

Agosto terminó con pérdidas y con 5 meses de alzas consecutivas para las acciones estadounidenses. Los resultados corporativos del segundo trimestre superaron las expectativas, a pesar de una contracción de utilidades de 5.8% para las empresas del S&P500 (la mayor caída desde el inicio de la pandemia). En tal contexto y sumado a un mes que se caracteriza por el bajo volumen transado por las vacaciones de verano del hemisferio norte, los inversionistas tomaron utilidades y el S&P500 cayó 1.8%.

Por el lado económico, el *momentum* es positivo, y el escenario de *soft landing* luce cada vez más probable. El país crecerá 2% este año y 0.9% el próximo, ambos datos siendo corregidos al alza el último mes. Por su parte, el crédito y el mercado laboral continúan en lo que parece un sano proceso de enfriamiento. En agosto se crearon 187 mil nuevos puestos de trabajo (vs. 170 mil esperados) y la tasa de desempleo subió a 3.8% por un aumento en la participación laboral. Los salarios subieron 4.3% interanual, levemente bajo el mes anterior, pero con el riesgo de que los sindicatos mantengan las presiones salariales. El consumo se ha mantenido resiliente, tanto ventas minoristas como gasto personal han superado las expectativas. A pesar de ello, tanto PMIs de servicios como manufacturas pierden dinamismo en agosto.

Respecto a la inflación, por efectos de base de comparación se aceleró en julio desde 3% a 3.2% en doce meses, con la medida subyacente cediendo desde 4.8% a 4.7% anual. De esta forma, junto con salarios que se mantienen con incrementos elevados, el Fed decidió en julio subir la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.50%, en lo que sería la última alza del ciclo contractivo. El mercado modera sus expectativas de flexibilización del ajuste monetario para evaluar las consecuencias del ajuste monetario y ahora espera 4 recortes en 2024 comenzando en mayo (desde 5 recortes iniciando en marzo hace un mes). De esta forma, esperamos que las tasas se mantengan en niveles elevados por un tiempo prolongado.

En tal escenario de aterrizaje suave y dada la resiliencia económica, durante agosto la curva de tasas de interés experimentó un *bear steepening*, con alzas mayores en la parte larga de la curva. Así, la tasa a 10 años se ubica (al 5 de septiembre) en 4.26%, casi 25 pbs. más alta que hace un mes, mientras la de 2 años subió hasta 4.92%.

Respecto al sector corporativo, se mantiene la tendencia y se corrige al alza la estimación de utilidades para 2023 (2.4% desde 1.6% el mes pasado). Las utilidades serán impulsadas principalmente por los sectores de consumo discrecional y servicios comunicacionales. Hacia adelante, las utilidades comenzarían a recuperarse y crecerían casi nada en el 3er trimestre y cerca de 8% en el último trimestre del año. Para 2024 las utilidades crecerían ~12%, que se compara favorablemente respecto al resto de los desarrollados.

A pesar de la corrección de agosto, el rally de lo corrido del año ha encarecido las valorizaciones. Si bien las acciones del S&P500 transan a una razón P/U *fwd.* en torno 21 veces, en línea con el promedio de 5 años, las acciones de estilo *growth* lucen caras y las *value*, más aliviadas. Mientras, las *small caps* poseen mayor atractivo transando bajo el promedio y con rezago, pero con una alta volatilidad implícita.

Vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, elevada volatilidad de las tasas de interés y valorizaciones que han ido perdiendo atractivo, pero contrarrestado por un buen *momentum* accionario y económico nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral.**

### **JAPÓN: Se mantiene la sobreexposición en acciones japonesas**

Durante agosto las acciones japonesas se acoplaron a la caída de las acciones globales, no obstante, en la última semana del mes recuperaron con fuerza parte de lo perdido. La tesis de inversión se mantiene, la economía gana tracción y se diferencia del resto de los desarrollados con perspectivas que mejoran.

De acuerdo al consenso de mercado la economía crecería 1.9% este año, dato que se ha corregido persistentemente al alza, mientras los indicadores líderes PMI tanto de manufacturas como servicios mejoran en agosto. El consumo y la confianza de los hogares siguen mostrando fortaleza, aunque la producción industrial queda rezagada. Las exportaciones decepcionan y revierten la subida del mes previo; en caminos opuestos, a la vez que los envíos a China se contraen en términos interanuales, los dirigidos a EE.UU. se aceleran.

Respecto a política monetaria, en la reunión de política monetaria de julio se flexibilizó la política de control de la curva (YCC por su sigla en inglés) y se elevó el rango en que flota la tasa soberana de 10 años desde +/-0.5% a +/-1%. De esta forma, la tasa soberana a 10 años subió con la medida desde 0.45% a un rango entre 0.60%-0.65% en que se ha movido el último mes (el nivel más alto desde inicios de 2014). Más allá del cambio en el YCC, en julio la inflación se mantuvo en 3.3% interanual y la medida subyacente subió a 4.3%, en lo que estaría siendo el *peak* de este ciclo. La inflación convergería a la meta de 2% a mediados del próximo y así, no se vislumbran en el corto/mediano plazo cambios en la política monetaria expansiva.

A pesar de la subida de tasas de interés y la disminución del diferencial de tasas con EE.UU., el yen ha continuado depreciándose (2.2% en agosto), siendo una de las monedas más depreciadas dentro de países desarrollados en lo corrido del año (~11%). La pérdida de valor de la moneda ha dado un impulso a la competitividad del sector exportador (las exportaciones fueron ~17% del PIB en 2022). Según Morgan Stanley el 47% de los ingresos de las compañías japonesas listadas en el país se genera fuera de éste – comparado con 29% en EE.UU. y 26% en emergentes-. Destacando que el 18% de los ingresos se genera en EE.UU., donde la economía ha sorprendido positivamente por su resiliencia.

Si bien las acciones japonesas han tenido un buen *momentum* en los últimos 6 meses, con un retorno similar a pares globales en lo corrido del año, aún se mantiene el rezago de largo plazo. Tanto la razón P/U *fwd.* en términos absolutos como relativo a pares desarrollados transan en torno a sus promedios de 5 años. Por su parte, las utilidades crecerían

este año 7.4%, dato que es corregido al alza en el último mes, y es de los más altos de países desarrollados; en 2024 crecerían 8%, levemente bajo pares desarrollados. Al positivo *momentum* accionario, se suman significativas entradas de los flujos a fondos e ETFs.

Así, se decide **mantener el *overweight* la posición en acciones japonesas** a pesar del estancamiento en la sorpresa económica. La decisión se sustenta en el buen *momentum* accionario y corporativo, rezago en desempeño, entrada de flujos y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

## **AUMENTA OW ACCIONES EMERGENTES: Se mantiene OW América Latina, neutral China y UW EMEA, se lleva a OW Asia EM**

Agosto fue negativo para los activos de riesgo y las acciones emergentes mostraron caídas más pronunciadas que las desarrolladas. El deterioro en el sentimiento sobre China de parte de inversionistas extranjeros llevó a pérdidas de ~10% en dólares (índice MSCI), mientras que las acciones del resto de Asia mostraron un desempeño más defensivo. Por su parte, en América Latina la depreciación de las monedas profundizó los negativos retornos en dólares, de la mano de nuevos acontecimientos políticos que añadieron volatilidad. En EMEA, los países exportadores de petróleo exhibieron caídas más acotadas, pero se mantienen las presiones inflacionarias en algunas economías.

## **AMÉRICA LATINA: Se mantiene el *overweight***

Agosto estuvo marcado por eventos políticos en la región, con la aprobación del marco fiscal en Brasil, junto con la discusión de otras reformas y las elecciones PASO en Argentina, entre otros. Además, el comienzo de los recortes de tasas por parte de los bancos centrales de Brasil y Chile, junto con la caída en el precio de *commodities* clave en la matriz exportadora de América Latina presionados por la desaceleración china y la apreciación global del dólar, llevó a que las monedas latinoamericanas se depreciaran y con esto se acentuaran las pérdidas en dólares. Por otro lado, se mantiene el atractivo en valorizaciones de la región, en términos absolutos y relativo a pares emergentes. Además, la tendencia estructural del *nearshoring* que favorece a México le entrega soporte a la inversión en la región. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica.**

En **Brasil**, durante agosto se aprobó el Marco Fiscal que propone un balance primario igual a 0% del PIB para 2024 y limita el crecimiento del gasto hasta 70% del crecimiento del ingreso de los últimos doce meses, dentro de un rango de 0.6% y 2.5%. Si bien el mercado no cree que se logre la meta de balance primario, el ejecutivo está impulsando medidas para aumentar la recaudación fiscal de manera de estar lo más cerca posible de lograrlo. Un ejemplo de esto es la aprobación durante agosto de la ley en juicios tributarios del Consejo Administrativo Federal de Apelaciones Fiscales (CARF), con la que el gobierno vuelve a tener el voto decisivo en caso de empate en la decisión del CARF. Además, el 31 de agosto se ingresó el proyecto de Ley de Presupuestos que, en base al marco aprobado, debe estimarse de manera de lograr la meta. Con respecto a los datos económicos, la inflación de julio se aceleró hasta 4.0% anual, presionado por los precios de las gasolinas por el ajuste que hizo Petrobras. En este contexto, el Banco Central recortó la tasa Selic en agosto en 50 pbs., sobre los 25 pbs. esperados por el mercado. Dicho ritmo de recortes debería continuar en la reunión de septiembre. El PMI de manufacturas de agosto mejoró hasta 50.1 pts., ubicándose sobre el nivel neutral por primera vez desde octubre del año pasado y dando señales de resiliencia económica. El mercado laboral continúa estrecho y la tasa de desempleo bajó en julio hasta 7.9%, manteniendo el ritmo de creación de empleos formales. Con respecto a las variables de mercado, las valorizaciones transan con descuento histórico, tanto P/U  *fwd.* como Precio/Valor Libro (P/VL). En el último mes se retomó la entrada de flujos al principal ETF, por ~1% del AUM, y las proyecciones de utilidad para este y el próximo año se revisan al alza en el último mes. En este contexto, se mantiene el **OW en acciones brasileñas.**

La actividad económica de **México** continúa avanzando a paso firme, y las proyecciones de crecimiento se siguen revisando al alza. En lo más reciente, Banxico ajustó su estimación para este año, proyectando que el PIB se va a expandir un 3.0%, elevándola en 0.7 puntos porcentuales desde su proyección anterior. En agosto, los IMEF de manufacturas y no manufacturero siguen mostrando expansión económica, ubicándose en 52.3 y 52.1 pts. respectivamente. La tasa de desempleo aumentó levemente en julio, hasta 3.1%, pero la población ocupada siguió creciendo y se incorporaron más de 770 mil personas durante el mes. Las remesas comenzaron a desacelerarse, pero aún continúa la entrada pronunciada de divisas. La inflación de julio se ubicó en 4.8% anual, desacelerándose con respecto a junio, y los registros bisemanales sugieren que continuaría en esta tendencia. Sin embargo, el registro subyacente continúa elevado (6.5% anual en julio) y las expectativas para el primer recorte de tasas de parte de Banxico se habrían retrasado para el próximo año. Además, el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), dado el avance en el mundo de la tendencia de desglobalización que se exacerbó con la pandemia. En este contexto, se estiman nuevas inversiones por ~USD 31 mil millones en base a anuncios de empresas que se van a instalar en México y aún no están contabilizadas como inversión extranjera directa. En el contexto político, con la llegada de septiembre se oficializarán los candidatos para las elecciones del próximo año; por el oficialismo se elegirá el candidato mediante encuestas que se realizarán el 6 de septiembre entre Claudia Sheinbaum, Marcelo Ebrard y otros tres participantes. Por la oposición (coalición de derecha), se confirmó a Xóchitl Gálvez como la candidata oficial a la presidencia. La razón P/U *fwd.* transa casi 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años, manteniéndose atractiva. Si bien la proyección de utilidad para este año se corrige a la baja en el último mes, se proyecta un crecimiento de más de 20%, muy por sobre pares emergentes. Así, con la resiliencia económica que ha exhibido la economía mexicana, valorizaciones atractivas y el soporte estructural del *nearshoring*, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En **Chile**, se espera que el Banco Central continúe con el recorte de tasa de política monetaria (TPM) pero a menor ritmo, enfrentando nuevos focos de presiones inflacionarias. Si bien la inflación continuará en su senda de convergencia, para agosto se espera que esta se ubique en 5.6% anual, desacelerándose a un menor ritmo, y presionada por las inundaciones que vivió el país durante el mes que elevaron el precio de ciertas verduras, junto con la depreciación del peso. Esto llevó al mercado a ajustar sus proyecciones de la trayectoria de tasas, esperando que ahora la TPM cierre el año en 7.75%, sobre lo que se esperaba anteriormente tras comenzar el ciclo de recortes con 100 pbs. en julio. Por el lado de la actividad económica, ésta ya habría tocado mínimos del ciclo y en julio logró exhibir una expansión interanual por primera vez desde enero de este año, y creció un 1.8% en doce meses, de la mano también de una baja base de comparación. Luego de la reunión de política monetaria de septiembre, se espera que el Banco Central ajuste a la baja sus proyecciones de crecimiento, recortando el límite superior del rango para este año hasta -0.5% a 0%. En el plano político, continúa la discusión de las enmiendas en las comisiones del consejo constituyente, que culminará el 6 de septiembre, para que pasen a discutirse en el pleno considerando que el 7 de octubre debe ser entregada a la comisión experta. Si bien en las comisiones se han aprobado enmiendas impopulares, el partido Republicano (más de derecha), que predomina en su representación en el consejo, retiró cuatro enmiendas polémicas que estaban ralentizando el proceso, dando señales positivas. Por el lado de la reforma de pensiones, el ejecutivo ingresará las indicaciones a fines de septiembre, separando el proyecto en dos, para facilitar su tramitación y enfocándose en los puntos en que hay mayor acuerdo. Por último, el 11 de septiembre se cumplen 50 años del golpe militar y para su conmemoración el gobierno espera se pueda emitir una declaración conjunta de todos los partidos políticos. Esto aún no está decidido, pero es probable que presenciemos protestas y manifestaciones cerca de la fecha. Respecto de las variables de mercado, las acciones chilenas continúan transando con valorizaciones descontadas, luciendo atractivas en términos históricos y con respecto a pares emergentes. A su vez, las proyecciones de utilidad para el próximo año se corrigen fuertemente al alza y entraron flujos de inversión (netos) al principal ETF del país por ~7% del AUM en el último mes. Así, en un contexto en que continuará el ciclo de

recortes de TPM, una menor incertidumbre política, entrada neta de flujos de inversión y valorizaciones atractivas, **se mantiene la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la inflación de julio continuó en su senda de desaceleración avanzando un 11.8% anual, mostrando el menor registro desde septiembre de 2022. Sin embargo, y debido a que aún se mantiene en niveles elevados, se espera que en la próxima reunión el Banco Central mantenga su tasa de política monetaria en 13.25%, pero que al cierre del año se ubique en 11.75%. La actividad económica se aceleró en junio y avanzó 1.7% en doce meses, sorprendiendo al mercado, aun cuando se proyecta que durante 2023 la economía colombiana crezca solo 1.5%. Por el lado político, en agosto se mantuvo la aprobación del presidente Gustavo Petro en 61%, incluso después de que su hijo fuera arrestado por recibir dineros ilícitos que fueron usados en la campaña de su padre. Sin embargo, el juicio político al presidente (*impeachment*) es poco probable considerando que la comisión de acusación de la Cámara Baja a cargo está mayoritariamente compuesta por partidos del oficialismo. Por el lado de las principales reformas, la de pensiones y salud tienen aún tres debates pendientes en el Senado para ser completamente aprobadas, mientras que la laboral, que ya había sido rechazada, volvió a ingresarse una nueva iniciativa, con los cuatro debates pendientes. Sin embargo, el foco político se centrará en las elecciones regionales a realizarse el 29 de octubre, en las que, según las encuestas, la izquierda política perderá el apoyo con el que contó para la elección presidencial en Bogotá y Barranquilla. Respecto a las variables de mercado, las acciones colombianas continúan transando con descuento, con tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL ubicándose cerca de 1 desviación estándar bajo sus promedios de 5 años. Por su parte, las proyecciones de utilidades continúan corrigiéndose a la baja y en el último mes no se ven ni entradas ni salidas netas de flujos de inversión al principal ETF. Así, en un contexto de valorizaciones atractivas, con un poder ejecutivo que no se considera *market friendly* y que pierde capital político, **se mantiene la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** la actividad económica de junio mostró caídas que se desaceleran y retrocedió un 0.6% anual, y así la primera mitad del año la actividad habría caído un 0.5% anual. En junio, la minería creció a doble dígito, e indicadores líderes de julio y agosto anticipan que la actividad ha mejorado, en tanto se proyecta que en 2023 la economía se expanda 1.0%, con un segundo semestre creciendo sobre 2.0%. En agosto, la inflación continuó en la senda de desaceleración por séptimo mes consecutivo, avanzando un 5.6% anual. Así, el mercado espera que el Banco Central comience con los recortes de tasas de referencia en su reunión del 14 de septiembre. Por el lado político, se mantiene como escenario base que tanto la presidenta Dina Boluarte como el actual congreso continúen en sus funciones hasta 2026. A su vez, actualmente se discuten tres reformas de pensiones en el Congreso, pero que no pueden avanzar considerando que son intrínsecamente contrarias en algunos aspectos clave. Además, se ingresó una iniciativa para discutir el séptimo retiro de fondos de pensiones, pero aún es muy temprano para evaluar su probabilidad de avance en el congreso. En el corto plazo no se esperan riesgos de mayor inestabilidad política, considerando que es difícil que escalen las protestas por lo complicada que ha sido su organización debido a la falta de un líder claro. Con respecto a las valorizaciones, tanto la P/U  *fwd.* como la razón P/VL transan bajo sus promedios de 5 años y las proyecciones de utilidades para el próximo año se corrigen al alza en el último mes. De esta forma, en un contexto de menor inestabilidad política, valorizaciones atractivas y utilidades que se corrigen al alza, **se mantiene la posición neutral en acciones peruanas.**

La actividad **argentina** continuó a la baja en junio y se contrajo 4.4% anual (-0.2% con respecto a mayo). La principal incidencia negativa fue la agricultura, que cayó más de 40% en doce meses, presionada por una de las peores sequías que ha azotado a la economía en los últimos años. Por su parte, la inflación de julio se desaceleró levemente hasta 113.4% anual, pero aún en niveles preocupantes, con alimentos y bebidas presionando el registro. En los próximos meses, se espera vuelva a acelerarse, considerando que luego de las elecciones PASO el Banco Central devaluó la moneda un 20%. Además, elevó la tasa de referencia (Leliq) en 21 puntos porcentuales hasta 118%, intentando frenar el mayor impacto

inflacionario proveniente de esta depreciación. Los resultados de las primarias sorprendieron y concluyendo en un resultado de tres tercios, entregando la primera mayoría al candidato de “La Libertad Avanza” Javier Milei (30%), mientras que Patricia Bullrich fue la candidata elegida por “Juntos por el Cambio” (28.3%) y Sergio Massa por “Unión por la Patria” (27.3%). Ellos tres, junto con Juan Schiaretti y Myriam Bregman serán los 5 candidatos que se enfrentarán el 22 de octubre en la primera vuelta. Las ideas radicales del candidato más favorecido llevaron a la población argentina a dolarizarse luego de las PASO, profundizando los desequilibrios macroeconómicos. El dólar *blue* continuó depreciándose, y superó los ARS 750 por dólar a fines de agosto. Hacia adelante, el escenario para la economía argentina se complica y los desenlaces políticos irán definiendo su rumbo. Si bien algunas encuestas dan a Milei por ganador en la primera vuelta, esto no corresponde al escenario base y la pregunta que queda es quién se enfrentará con él en el balotaje el 19 de noviembre. En este escenario de desbalances macroeconómicos y una elevada incertidumbre política, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

### **CHINA: Se mantiene la posición neutral**

Será complicado dilucidar el rumbo que va a tomar el gobierno respecto de sus políticas económicas y si va a ser capaz de volver al pragmatismo y dejar atrás su ideología, en un contexto en que la economía no toma una senda clara de recuperación económica. El gobierno ha anunciado estímulos en distintos frentes; en primer lugar, ha impulsado medidas por el lado de la oferta, como promover las compras de electrodomésticos de parte de los consumidores locales y extender el horario de atención de restaurantes. Por otro lado, el Banco Central ha recortado alguna de sus tasas de política monetaria en pequeñas magnitudes en varias ocasiones, intentando impulsar el crédito a nivel nacional. Con respecto al sector inmobiliario, se flexibilizaron las condiciones para adquirir un crédito hipotecario, así como se recortaron las tasas de los créditos hipotecarios existentes. Si bien el mercado inmobiliario pasa por una profunda crisis, por primera vez esta última medida llevó a los actores del mercado a estimar que la reasignación de esa menor cuota de los créditos hacia consumo podría impactar el crecimiento del PIB entre 0.1 y 0.2 puntos porcentuales adicionales. Además de la crisis inmobiliaria, tanto inversionistas como consumidores pasan por una importante crisis de confianza, lo que hace que las medidas no tengan el impacto deseado, debido a consumidores traumatizados por la extensa política cero COVID e inversionistas cautelosos por la posibilidad de un nuevo *crackdown* regulatorio.

Con respecto a los datos económicos, los PMI oficiales de agosto mostraron un sector manufacturero que se mantuvo en terreno de contracción económica en agosto (49.7 pts.), lo que contrasta con el Caixin que sorprende y pasa a terreno de expansión económica (51 pts.). Por el lado de los servicios, el PMI (Caixin) retrocedió hasta 51.8 pts. en agosto (desde 54.1 pts.), decepcionando al mercado y marcando el peor registro del año. Las exportaciones e importaciones de julio se contrajeron a 2 dígitos (en doce meses), en tanto se espera que las de agosto caigan 9% interanual cada una. Por su parte, las ventas minoristas y producción industrial de julio crecieron a menor ritmo que junio (2.5% y 3.7% anual respectivamente) y decepcionaron al mercado. Por el lado de la inflación, julio mostró un registro deflacionario con los precios contrayéndose 0.3% anual, pero la subyacente avanzó 0.8%, en una economía en que los servicios no tienen incidencia significativa en los precios. Si bien el riesgo deflacionario es inminente, se espera que la inflación de agosto haya registrado un 0.2% en doce meses. En este contexto, el Banco Central en agosto volvió a recortar su tasa de mediano plazo de facilidad de préstamos en 15 pbs. hasta 2.65%, mientras que en las tasas preferenciales de préstamos solo recortó la de 1 año en 10 pbs. (hasta 3.45%), mientras que mantuvo la de 5 años en 4.2%. Esta última es la que guía los créditos hipotecarios, cuyos recortes anteriores habían resultado ser contraproducentes, en tanto habían llevado a la población a informarse y prepagar créditos hipotecarios existentes en vez de adquirir nuevos créditos.

Las valorizaciones de las acciones chinas se mantienen descontadas en términos históricos, y la P/U  *fwd.* transa en torno a 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años, al igual que la razón P/VL. Por su parte, las proyecciones de utilidades para

este y el próximo año se corrigen a la baja en el último mes, señalando la poca confianza en la actividad económica. Con respecto a los flujos de inversión, las entradas netas han estado influenciadas por entradas de parte de inversionistas domésticos que más que compensan las salidas de inversionistas extranjeros. Estos últimos, siguen sin confiar en el mercado chino, y han reasignado sus inversiones hacia otros mercados emergentes. En este contexto, en el que predomina la impredecibilidad respecto del rumbo que tomarán los estímulos fiscales y monetarios, pero considerando sus atractivas valorizaciones y la posibilidad de que prime el pragmatismo y los anuncios tengan un impacto en la economía real, **se mantiene la posición neutral en acciones chinas.**

## **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se lleva a *OW* desde neutral**

En Asia Emergente, hay países que destacan por su resiliencia macroeconómica, que, a diferencia del resto del mundo, el *momentum* se fortalece. Por su parte, el sector de semiconductores que tiene una participación considerable en el PIB de Taiwán y Corea del Sur ya está dando señales de haber llegado a un piso.

**Se decide mantener en *overweight* las acciones indias.** La secretaria del Tesoro estadounidense, Janet Yellen, ha vuelto a comentar sobre la importancia de fortalecer los lazos con India -considerado como una alternativa a China para las inversiones y cadenas de suministros- y que trabajará en ello, siendo uno de los temas durante la reunión de septiembre del G20. Los dichos dejan en claro los beneficios del *friendshoring*, que consiste en el traslado de centros de producción norteamericanos y aliados desde China a otros países, siendo uno de los beneficiados India. Por su parte, se mantiene el *momentum* económico del indicador de actividad PMI durante agosto, tanto manufacturero y de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 58.6 y 60.1 pts. respectivamente. Con respecto a los precios, la inflación de julio se aceleró a 7.4% en doce meses, debido principalmente al encarecimiento de los alimentos a causa de déficit del monzón y el fenómeno del niño. Sin embargo, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 6.50% en agosto, en línea con lo esperado por el mercado. Las valorizaciones suelen transar sobre promedios históricos, pero se han aliviado, llegando a encontrarse en torno a su media de 5 años (*P/U fwd.*). Con respecto a emergentes las acciones indias transan con un premio, producto de sus robustos fundamentos corporativos y económicos. Dicho premio se ubica bajo el promedio, luciendo atractivo. Por el lado de las proyecciones de utilidades, India destaca entre sus pares emergentes, con un crecimiento de utilidades a dos dígitos tanto para este año, como para el próximo.

**Se mantiene en neutral las acciones surcoreanas.** La actividad económica en Corea del Sur aún no despegó, y el PMI de manufacturas en agosto se mantuvo en torno a los 49 pts. La inflación en agosto se aceleró levemente hasta 3.4% anual, con un mercado laboral que continúa ajustado. Así, el Banco Central ha mantenido la tasa de referencia en las últimas cinco reuniones consecutivas, y si bien los comunicados apuntan a que en caso de ser necesario podría elevarla una vez más, el mercado espera que comiencen los recortes en el cuarto trimestre. Por el lado del sector de semiconductores, las noticias son menos negativas y las exportaciones de estos productos cayeron en agosto 20.6% anual, lo que se compara positivamente con la caída de 33.6% del mes anterior. A su vez, Samsung anunció que va a pasar a ser uno de los proveedores de NVIDIA vendiendo una nueva generación de chips para trabajar con aceleradores de inteligencia artificial. Las valorizaciones transan sobre sus promedios históricos, sugiriendo que los precios de las acciones internalizan la mejora en utilidades de los próximos periodos. En este contexto, la proyección de utilidades para 2024 se corrige al alza en el último mes, periodo en el cual también se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF del país.

**Se lleva Taiwán de *underweight* a neutral.** Las acciones taiwanesas cayeron un 4.9% (en USD) durante agosto, en línea con el negativo desempeño de los mercados globales, sumado a la apreciación del dólar. El *momentum* económico continúa deteriorado y el PMI de manufacturas de agosto se ubicó en 44.3 pts., siendo el peor dentro de los países de Asia Emergente. El país sigue sin mostrar presiones inflacionarias y la inflación de julio fue 1.9% anual, mientras que la

subyacente superó el registro total y anotó 2.7% en doce meses. En Taiwán, el Banco Central se reúne trimestralmente y decidió en su reunión de junio mantener la tasa de referencia, en tanto el mercado proyecta que se mantendrá en esos niveles al menos hasta el primer trimestre del próximo año. Dentro de las noticias menos negativas, las órdenes de exportación de julio cayeron a un menor ritmo que los meses anteriores, retrocediendo un 12% en doce meses, destacando que se desaceleran las caídas de productos electrónicos, que engloban los semiconductores, principal exportación de Taiwán. Las acciones taiwanesas se ven caras con un nivel de razón P/U  *fwd.* más de 1 desviación estándar sobre el promedio de 5 años. Sin embargo, la proyección de utilidades se corrige al alza para este año.

**Se mantiene el *overweight* en Indonesia.** La economía muestra un *momentum* positivo y el PMI de manufacturas registra aumentos consecutivos en los últimos tres meses, alcanzando los 53.9 pts. en agosto. Los precios del carbón y aceite de palma, dos de sus principales exportaciones, se mantuvieron sin mayores variaciones, mientras que la rupia se depreció solo un 1.0% en un mes que el dólar se fortaleció, lo que generó una depreciación generalizada de las monedas emergentes. Pese a que la desaceleración de la actividad global ha llevado a que las exportaciones e importaciones retrocedan, en julio sorprendieron al mercado con caídas por debajo de lo esperado. A su vez, la inflación se encuentra en 3.3%, dentro del rango objetivo del Banco Central, en línea con la decisión de política monetaria de agosto, en la que se mantuvo la tasa de referencia en 5.75%. Las valorizaciones lucen atractivas, encontrándose por debajo de su promedio histórico (tanto P/U  *fwd.* como P/VL). Finalmente, la política pasa por un momento de estabilidad y con un enfoque promercado, resaltando las nuevas operaciones del Banco Central, la aceleración de la transición energética e inversión en autos eléctricos. Por el lado de **Tailandia se mantiene el *underweight*.** La inestabilidad política continúa; luego de las elecciones de mayo, el nombramiento del primer ministro fue recién el 22 de agosto, afectando la confianza de los inversionistas. Por el lado económico, pierde *momentum* y el PMI pasa a terreno contractivo en agosto, luego de su máximo en abril. Adicionalmente, el Banco Central disminuyó las expectativas de crecimiento e inflación, debido a exportaciones y gasto en turismo más débil que lo esperado tras la reapertura china. A su vez, en su última reunión de política monetaria el Banco Central mantuvo una postura contractiva aumentando la tasa en 25 pbs. hasta 2.25%. Por su parte, las valorizaciones se encuentran levemente sobre el promedio de 5 años. Mientras que las proyecciones de utilidad se corrigen fuertemente a la baja para este año con estimaciones negativas, aunque se corrigen al alza para 2024.

### **EMEA: se mantiene el *underweight***

La región mantiene desequilibrios macroeconómicos en algunos países, con inflaciones de dos dígitos, junto con alta dependencia de algunos *commodities* intrínsecamente ligados a la demanda china. Dentro de estos se encuentra el petróleo, que exhibió un *momentum* positivo en los últimos días de agosto, y podría seguir en este camino durante septiembre, considerando que los recortes de producción se extenderán a lo largo del mes. A pesar de esto, **se decide mantener el *UW* la posición en EMEA.**

El rand **sudafricano** se depreció en agosto 5.4%, presionando el mercado accionario que llegó a caer 12.3% (en USD). Las exportaciones de Sudáfrica se concentran en metales preciosos (platino, oro y diamantes), y en menor medida en hierro y carbón. En las últimas semanas, en los mercados globales se ha observado una salida de flujos desde oro y plata, deteriorando el *momentum* para estos metales. El *momentum* económico mejoró en agosto, con un PMI de manufacturas que pasa a terreno de expansión (51 pts.). Por el lado de la inflación, continúa a la baja y ubicándose en julio en 4.7% en doce meses, al igual que el registro subyacente. El aumento en el precio del diésel que se verá en las próximas semanas, hasta sus máximos de tres años, podría elevar las presiones inflacionarias durante septiembre. En su última reunión, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia, y el mercado prevé que se sitúe en los niveles actuales al menos durante el resto del año. Por el lado de los cortes de suministro eléctrico, la empresa eléctrica Eskom va a aumentar su intensidad al nivel más alto en los últimos dos meses debido a la pérdida de dos unidades generadoras y un aumento en la necesidad

de mantenimiento, presionando aún más la actividad económica. A partir del 5 de septiembre, Eskom removerá 6,000 megavatios del sistema, conocido como cortes de suministro nivel 6. Las valorizaciones (tanto P/U  *fwd.* como P/VL) transan en torno a sus promedios de 5 años, mientras que las proyecciones de utilidades para este año se siguen corrigiendo a la baja. En este contexto, **se aumenta la subexposición en acciones sudafricanas.**

En **Turquía**, la actividad económica sigue entregando señales de debilidad y el PMI de manufacturas de agosto se ubicó en 49 pts. La inflación en agosto continuó acelerándose y registró 58.9% anual, sobre las expectativas del mercado, en tanto la medida subyacente también se aceleró hasta 64.9% en doce meses. Con esto, las proyecciones hacia adelante proyectan que esta llegue a un *peak* en el segundo trimestre de 2024 hasta 60% anual, y en diciembre de dicho año se ubique en torno a 58%. Esto obliga al Banco Central a continuar con su ajuste de política monetaria que lo llevó a elevar su tasa de referencia en 750 pbs. en su reunión de agosto hasta 25.0%. Por el lado político, el presidente turco Recep Tayyip Erdogan se reunirá con su par ruso, Vladimir Putin, para revivir el acuerdo de granos del mar negro. El acuerdo, revocado por Rusia el mes pasado, permitía la exportación de granos de parte de Ucrania. Por el lado de las valorizaciones, estas siguen transando levemente sobre sus promedios de 5 años. Por su parte, en el último mes continúa la salida neta de flujos de inversión del principal ETF por ~1% del total de los activos gestionados. En resumen, se exacerban las presiones inflacionarias, el Banco Central mantiene su sesgo contractivo, la economía se deteriora y las valorizaciones lucen ajustadas, por lo que se decide **mantener la posición UW en acciones turcas.**

**Aumenta la posición UW que se traía en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** El *momentum* económico de agosto continúa deteriorado, y los PMIs de manufacturas de los tres países se mantienen en terreno contractivo. A su vez, la inflación de Hungría y Polonia se mantienen sobre los dos dígitos en términos anuales, aun cuando el Banco Central del primero comenzó recortando algunas de sus tasas. Las valorizaciones continúan atractivas, pero el deteriorado *momentum* económico y el retraso en el ciclo monetario con respecto al resto de emergentes nos lleva a aumentar la subexposición en acciones de economías C3.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se desaceleró en agosto hasta 56.6 pts., pero aún en terreno de amplia expansión. La inflación cayó hasta 2.3% anual en julio, por debajo de sus pares de la región. Esta economía altamente dependiente del petróleo mantiene desde hace un par de meses un recorte de producción de 1 millón de barriles diarios, y por lo que se sabe hasta ahora, ese recorte duraría todo septiembre. Sin embargo, el mercado prevé que la economía saudí va a extender durante octubre aquella menor producción, impulsando los precios del crudo. En el margen, pareciera que los últimos estímulos anunciados por el gobierno chino estarían dando cierto impulso adicional a la actividad económica, lo que también eleva los precios del petróleo. Sin embargo, las valorizaciones transan en promedios históricos y las proyecciones de utilidad se corrigen a la baja para este año y el próximo en el último mes. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, con perspectivas que se vuelven algo más positivas para el precio del petróleo en el corto plazo y valorizaciones ajustadas, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

**US TREASURIES:** se mantiene el neutral en posiciones en *treasuries* de 5, 10 y 30 años, manteniendo *underweight* en TIPS

En agosto las miradas de mercado se centraron en el simposio anual de Jackson Hole, en donde Powell mantuvo una postura más *hawkish* acompañado por los principales bancos centrales de los países desarrollados, de manera que el Fed continuará con el ajuste monetario hasta observar señales claras de una caída sostenida en la inflación subyacente y una convergencia hacia la meta del 2%. Sin embargo, a pesar de las palabras del presidente del Fed, el mes pasado estuvo marcado por la baja liquidez, las tasas se movieron por datos económicos y el aumento de la expectativa del mercado de

un escenario *no landing*, bajo el cual la economía estadounidense evitaría una recesión y la inflación finalmente continuaría convergiendo. Es así que los últimos datos económicos apuntan hacia una mayor resiliencia económica frente al ajuste monetario y el mercado laboral se enfría saludablemente. Por otro lado, la inflación evoluciona conforme a las expectativas del mercado con una reacceleración por efectos de base de comparación. En respuesta, en agosto observamos un aumento de tasas a través de la curva, con aumentos pronunciados en las tasas largas incorporando el nuevo escenario económico más positivo, en donde los recortes de tasa no serían tan agresivos. De esta manera, la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanzó un máximo de 4.34%, el mayor nivel alcanzado desde el año 2007, mientras que la de tasa de 2 años superó el 5%, manteniendo la inversión de la curva. Con respecto al Fed, según las proyecciones del comité de junio para la tasa de referencia, quedaría un alza adicional de 25 pbs. alcanzando así un nivel de 5.75%. Por su parte, el mercado espera se mantenga la tasa en su nivel actual de 5.5%, pero con cierta probabilidad de que la Fed aumente tasas en noviembre. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- cae durante el mes y alcanza los 102 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, caen levemente en el mes alcanzando niveles de 2.09% y 2.29% respectivamente, implicando que las expectativas inflacionarias de largo plazo se mantienen ancladas a la meta del Fed (2%). De esta manera, dado que se espera que el Fed se mantenga su discurso *hawkish* hasta la reunión de noviembre y el mercado continúe reajustando sus escenarios económicos se mantiene **la posición neutral en *treasuries* en todos los plazos y junto con UW en TIPS por el anclaje de expectativas y ante señales de convergencia de la inflación.**

#### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se lleva de neutral a OW**

Durante agosto el Banco de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) se mantienen alineados en cuanto al ajuste monetario. Es así que, durante el simposio anual de Jackson Hole, los presidentes de ambas entidades aprovecharon de mantener su posicionamiento *hawkish*, dependencia a los datos económicos y compromiso con regresar la inflación a la meta del 2%. Sin embargo, este último mes comenzamos a observar diferencias en cuanto a los escenarios económicos de ambas regiones; mientras que en Estados Unidos mejora el *momentum*, la inflación evoluciona de acuerdo con las expectativas y la economía podría evitar una recesión, en Europa el escenario es bastante más negativo, la inflación vuelve a sorprender al alza, el mercado laboral y la actividad empiezan a verse afectados por el ajuste monetario y se mantiene un escenario recesivo. De esta forma, en las próximas reuniones de política monetaria podríamos ver divergencias en las posiciones de los bancos centrales; el Fed podría pausar las alzas de tasas para no hacer mayor daño a la economía, mientras que el BCE continuaría con las alzas para hacer frente a las presiones inflacionarias acercando cada vez más la economía a un *hardlanding*. Así, *Investment Grade* se mantiene como una alternativa atractiva en términos de riesgo-retorno, al ofrecer mayor protección en un escenario recesivo en Europa y su mayor duración generaría ganancias de capital en mayores plazos, lo que nos lleva a **aumentar la exposición en *Global Investment Grade*.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Se lleva de neutral a UW**

Por el lado de *high yield*, la clase de activo continúa viéndose beneficiada por la resiliencia económica de EE.UU. y el aumento de la probabilidad de que la economía norteamericana evite una recesión el próximo año, internalizando con mayor probabilidad el escenario de *no landing*, llevando a que los *spreads* se mantengan comprimidos. En este contexto, y con su menor duración en un mes de tasas al alza, la clase de activo se mantuvo más defensiva y ofrece un nivel de *yield* bastante atractivo (~9%). Sin embargo, a pesar del buen *momentum* económico de EE.UU., el comprimido nivel de los *spreads* -que se ubican bajo el promedio de los últimos 5 años-, junto con el escenario económico excesivamente optimista por gran parte del mercado nos llevan a mantener cautela en la clase de activo. De esta manera, **se toma una posición *underweight* en *Global HY*.**

**DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY y el neutral en soberanos IG. Se mantiene el *overweight* en bonos corporativos y *local markets***

Durante el mes las tasas de interés de países emergentes vuelven a correlacionarse con las tasas de mercados desarrollados, en un entorno de tasas al alza y un dólar recuperando fortaleza. Por otro lado, en agosto continúa deteriorándose la situación en el sector inmobiliario chino con aumentos en los defaults y grandes desarrolladores cerca de la quiebra, afectando principalmente a los productos de *spread*, de manera que el último mes observamos desempeños negativos en los activos de renta fija emergentes. Sin embargo, en el reciente ajuste de tasas, la sobre reacción en las tasas locales de países emergentes a las tasas americanas abrirían cierto espacio a nuevas caídas, especialmente en países como Chile y Brasil, en donde ya comenzaron con el ciclo de recortes y podrían sorprender con recortes más agresivos mientras que los países desarrollados no recortarían hasta el segundo trimestre del próximo año. Es así que, la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante los recortes en tasas de interés, principalmente en Latinoamérica. Respecto a la deuda soberana emergente, a pesar de la expectativa de cierta corrección en la tasa y el que tendría impulso para la clase de activo producto de su mayor duración, su menor calidad crediticia ofrece una menor protección frente a eventos de riesgo, lo que le resta atractivo en comparación con otras alternativas. Por el lado de la deuda corporativa emergente, se continúa favoreciendo *Investment Grade*, y se mantiene atractiva en términos de riesgo retorno, ya que su larga duración frente a correcciones a la baja en tasas generaría retornos de capital en el corto plazo, mientras que la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece mejor protección frente a un deterioro de las condiciones económicas y eventos de riesgo no materializados. En cuanto a *High Yield*, la clase de activo se ha mantenido resiliente frente al aumento de tasas producto de su menor duración, sin embargo, con el stress del sector inmobiliario chino los *spreads* han tendido a ajustar al alza llegando en torno a su promedio histórico. Por otro lado, la clase de activo continúa ofreciendo un *yield* bastante atractivo, mayor al del mundo desarrollado, a costo de un mayor riesgo de crédito, en donde ya ajustaron al alza las estimaciones de default para este año incorporando la reciente serie de defaults en China y Brasil encontrándose internalizadas en los precios. Por el lado de *local markets*, durante agosto el dólar recuperó su fortaleza global y se apreció 1.7% durante el mes, mientras que las monedas emergentes se depreciaron, influenciadas principalmente por el sesgo *hawkish* que mantiene el Fed y por las decepcionantes medidas de reactivación del gobierno chino. En adelante, dada la reciente apreciación del dólar, las monedas de países emergentes tendrían espacio para recuperar valor y apreciarse frente al dólar, lo que nos lleva a mantener la posición larga en deuda en moneda local.

**EXPOSICIÓN A MONEDAS | SEPTIEMBRE 2023**

Monedas	Bench.	Agosto	Septiembre	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.2%	54.7%	UW	-0.5%
EUR	7.4%	5.5%	5.5%	UW	-1.9%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%
GEMs	33.6%	35.2%	35.7%	OW	2.1%
	100.0%	100.0%	100.0%		

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

## RESULTADOS TAACO GLOBAL | AGOSTO 2023

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	50%	0%	-4.1%	-2.1%	-2.1%	0.0	-3.3
Renta Fija	50%	50%	0%	-1.3%	-0.7%	-0.7%	0.0	0.1
Caja	0%	0%	0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>-2.72%</b>	<b>-2.76%</b>	<b>0.0</b>	<b>-3.2</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.5%	11.0%	-2.5%	-4.0%	-0.54%	-0.44%	-0.3	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	-4.7%	-0.06%	0.00%	0.7	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	-5.0%	-0.14%	-0.09%	0.8	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	-0.8%	-0.13%	-0.13%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	-2.6%	-0.36%	-0.36%	0.0	
US Small Caps	3.6%	4.6%	1.0%	-4.2%	-0.15%	-0.19%	-0.1	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	-2.4%	-0.12%	-0.16%	2.7	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-1.51%</b>	<b>-1.38%</b>	<b>3.8</b>	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	-7.9%	-0.32%	-0.48%	-7.5	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-8.3%	-0.06%	-0.14%	-4.1	
China	12.7%	12.7%	0.0%	-9.0%	-1.14%	-1.14%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	0.0%	-4.4%	-0.68%	-0.68%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-1.0%	-0.04%	-0.04%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	-5.7%	-0.39%	-0.35%	1.3	
<b>Emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-2.63%</b>	<b>-2.83%</b>	<b>-10.4</b>	
<b>Equities</b>					<b>-4.14%</b>	<b>-4.21%</b>	<b>-6.5</b>	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	-0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-0.9%	-0.11%	-0.11%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-3.1%	-0.21%	-0.21%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.9%	-0.03%	-0.01%	-0.5	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	-1.0%	-0.27%	-0.27%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	4.3%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>56.4%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-0.62%</b>	<b>-0.60%</b>	<b>-0.5</b>	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	-1.3%	-0.06%	-0.06%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	-1.6%	-0.09%	-0.06%	0.4	
EM Corporate IG	3.6%	4.6%	1.0%	-0.6%	-0.02%	-0.03%	0.7	
EM Corporate HY	5.0%	5.9%	0.9%	-1.1%	-0.05%	-0.06%	0.2	
EM Local Markets	23.2%	24.1%	0.9%	-2.0%	-0.46%	-0.48%	-0.6	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>43.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-0.69%</b>	<b>-0.70%</b>	<b>0.7</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-1.30%</b>	<b>-1.30%</b>	<b>0.2</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 31 de agosto 2023

Al cierre de agosto el TAACo Global tuvo una pérdida de 2.8%, prácticamente en línea con el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos no agregó valor por la neutralidad del posicionamiento (ii) La selección de instrumentos fue marginalmente negativa, principalmente en acciones por el largo en LatAm. En renta fija la selectividad apenas agregó valor.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-2.8%	2.5%	6.2%	6.4%	1.2%	2.7%	3.8%	4.8%	10.1%
Benchmark	-2.7%	2.8%	6.5%	6.5%	-0.5%	1.9%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-3	-34	-33	-10	177	80	80	134	
<b>Acciones</b>	<b>-4.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>14.8%</b>
Benchmark	-4.1%	5.4%	10.5%	9.7%	3.3%	3.4%	4.8%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	-4.0%	3.6%	11.6%	22.1%	4.4%	3.2%	3.4%	2.6%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	-4.7%	2.6%	5.6%	11.8%	1.1%	0.9%	5.3%	6.8%	23.7%
UK	-5.0%	1.7%	4.2%	10.2%	6.2%	-0.8%	-0.9%	0.3%	19.2%
US Large Cap Growth	-0.8%	9.6%	39.0%	23.7%	7.5%	14.0%	15.3%	--	22.3%
US Large Cap Value	-2.6%	6.2%	1.1%	5.4%	8.2%	4.3%	6.2%	3.7%	17.8%
US Small Caps	-4.2%	9.2%	9.2%	6.2%	9.5%	4.1%	8.0%	7.8%	23.8%
Japan	-2.4%	4.5%	12.2%	12.7%	1.8%	1.0%	3.4%	1.6%	16.0%
<b>Desarrollados</b>	<b>-2.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.4%</b>	<b>19.1%</b>
LatAm	-7.9%	7.3%	10.9%	11.0%	6.8%	-0.9%	-2.5%	4.2%	29.9%
LatAm Small Cap	-8.3%	6.0%	19.1%	15.2%	6.1%	1.5%	-3.0%	6.3%	33.1%
China	-9.0%	4.8%	-4.7%	-7.5%	-14.3%	-3.9%	2.5%	7.2%	27.3%
EM Asia ex China	-4.4%	0.9%	9.5%	4.7%	7.4%	5.3%	6.5%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	-1.0%	8.5%	14.6%	9.5%	8.0%	4.1%	4.4%	7.0%	20.4%
EM Europe and Middle East	-5.7%	5.5%	0.2%	-3.0%	-3.6%	-5.0%	-4.5%	2.1%	20.9%
<b>Emergentes</b>	<b>-6.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>19.1%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>-1.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.2%</b>
Benchmark	-1.3%	0.2%	2.6%	3.1%	-4.6%	0.0%	0.9%	3.4%	6.2%
Treasuries 5Y	-0.1%	-1.4%	0.6%	-1.4%	-4.2%	0.4%	0.8%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-0.9%	-2.9%	0.0%	-4.7%	-7.5%	-0.1%	0.9%	3.4%	7.8%
Treasuries 30Y	-3.1%	-5.4%	-2.3%	-13.7%	-15.9%	-2.9%	1.0%	4.2%	16.3%
US Tips	-0.9%	-1.1%	1.1%	-3.7%	-1.5%	2.3%	2.1%	4.3%	6.0%
Global Corporate IG	-1.0%	0.7%	3.5%	3.1%	-4.7%	0.3%	1.5%	4.2%	8.4%
Global Corporate HY	-0.2%	3.3%	6.8%	8.7%	0.2%	2.4%	3.6%	6.6%	9.9%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-5.3%</b>				
EM Sovereign IG	-1.3%	-0.5%	2.4%	0.8%	-5.5%	0.7%	2.8%	5.7%	9.2%
EM Sovereign HY	-1.6%	6.1%	6.3%	11.4%	-1.4%	0.8%	2.4%	7.1%	14.5%
EM Corporate IG	-0.6%	0.1%	3.0%	2.1%	-3.3%	1.4%	2.8%	--	6.2%
EM Corporate HY	-1.1%	1.6%	1.7%	5.1%	-3.0%	1.6%	3.6%	--	10.7%
EM Local Markets	-2.0%	1.2%	3.6%	4.6%	-0.7%	2.0%	0.4%	--	10.2%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>-1.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>-2.5%</b>				
<b>Caja</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.5%</b>
<b>Oro</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>13.2%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>3.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>14.1%</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.