

Diciembre 2021

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Noviembre	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-2.2%	-3.7%	2.2%	6.2%	8.1%	7.6%	5.7%	7.3%	9.4%
Benchmark	-1.8%	-3.2%	1.6%	5.0%	8.1%	7.0%	5.0%	5.6%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	-34	-52	63	121	-1	57	67	168	
Acciones	-3.4%	-4.7%	5.7%	12.0%	11.2%	10.1%	7.6%	5.4%	14.0%
Benchmark	-3.5%	-4.3%	6.1%	12.1%	11.3%	10.1%	7.4%	4.8%	13.9%
Renta Fija	-0.4%	-2.3%	-2.7%	-1.4%	4.9%	4.0%	2.8%	6.5%	5.2%
Benchmark	-0.2%	-2.2%	-3.0%	-1.9%	4.4%	3.6%	2.3%	5.6%	5.0%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	2.0%	-0.6%	-4.4%	2.4%	14.0%	8.9%	0.3%	12.8%	12.7%

Resultados al 30 de noviembre de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Outlook Global 2022

### *There is nothing for you here: Finding opportunity in the 21st century*<sup>1</sup>

Se acerca el 2022, sucesor de los años de la gran cuarentena (2020) y de la gran recuperación (2021). Un período marcado por la pandemia de covid-19, evento histórico comparable a las guerras mundiales, entre otros, que marcan la historia de la humanidad, y aún en desenlace. La única certeza es que el mundo cambió en todo ámbito y para siempre producto de la naturaleza del *shock* que sufrió y del momento histórico en que éste sucedió.

Tomando lo que fue nuestra visión y escenario base para 2021, en éste se consolidó la recuperación y llegó al *peak* de este ciclo económico gracias a los masivos estímulos monetarios y fiscales implementados. Las tasas de interés se mantuvieron bajas y las condiciones financieras favorables, y el despliegue de vacunas impulsó fuertemente la demanda reprimida por los confinamientos, a pesar del surgimiento de variantes, pues se logró mantener la pandemia bajo control.

#### Inflación, tasas de interés y crecimiento. -

Crecientes presiones inflacionarias llaman la atención y gatillaron el inicio en ciertos países del retiro de los estímulos monetarios. La inflación, cuyo origen además de las políticas económicas expansivas, está impulsada por otros factores cíclicos y estructurales. Una oferta que trata de satisfacer primero, la mayor demanda por ciertos productos y servicios durante el confinamiento y, segundo, por otros postergados y/o reprimidos en la apertura, genera escaseces e interrupciones en las cadenas de abastecimiento que atizan las presiones en los precios.

Por otro lado, luego de más de una década de bajas tasas de interés, una amplia liquidez y presiones deflacionarias, sin un significativo aumento en el gasto fiscal, éste se retomó en magnitudes inéditas para contrarrestar los efectos de la pandemia. A ello luego se sumó el Capex de las empresas en un contexto de acelerada adopción tecnológica, transversal y masiva. Con esto se revirtió el largo período deflacionario de más de una década y se genera una reflación estructural que, si bien en el corto plazo presiona aún más los precios, de largo plazo generaría holguras, pues hay una mayor base de generación de valor.

Las tasas de interés se van poniendo al día gradualmente a este nuevo escenario de crecimiento e inflación. La tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos comenzó el año en 0.92% anual y llegó a un máximo de 1.75% en marzo; el sobresalto reciente de Ómicron la llevó hasta 1.45% a fines de noviembre. En perspectiva, las tasas de interés están aún en niveles bajos y en muchos casos observamos tasas de interés reales negativas. Esperamos que el ajuste al alza se dé paulatinamente, pero con volatilidad, producto de la incertidumbre respecto del covid y temores a que la inflación se dispare.

<sup>1</sup> No hay nada para ti aquí: Encontrar oportunidades en el siglo 21. Libro de Fiona Hill, historiadora, politóloga y asesora política de los presidentes George Bush, Barak Obama y Donald Trump en asuntos externos.

## Índice

*There is nothing for you here: Finding opportunity in the 21st century* .....1

Posicionamiento  
TAACo Global.....5

Resultados..... 15

Desempeño ..... 16

Valorizaciones ..... 17

Se acerca a cerrar el 2021, el año de la gran recuperación...

... la cual fue impulsada por los masivos estímulos monetarios y fiscales, en un ambiente de condiciones financieras favorables

No obstante, la alta inflación derivada de factores cíclicos y estructurales estaría siendo más prolongada que transitoria

Aunque disrupción digital y aumento de la inversión corporativa tendrá efectos más bien deflacionarios en el largo plazo

Tasas de interés se ajustarán en forma gradual, aunque con volatilidad

La economía global comienza el 2022 desacelerándose saludablemente, con ritmos de actividad divergentes entre las dos potencias mundiales. Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), Estados Unidos crecerá 6% este año y los masivos estímulos le darían impulso para seguir haciéndolo a cerca de 5% el próximo. En la vereda opuesta, China bajaría más su ritmo de actividad, y el 8% que crecerá en 2021 se reduciría a ~5% el próximo año. La economía global terminaría expandiéndose casi 6% este año y 5% el próximo; en Europa, el Reino Unido registraría un aumento del PIB de casi 7% en 2021 y de 5% el 2022, la Zona Euro de 5% y 4.3%, Asia emergente de 6% y 3.6% y América Latina de 6.3% y 3%, respectivamente.

## Pandemia. -

Hace un año atrás el covid-19 había infectado a alrededor de 70 millones de personas y causado un millón y medio de muertes; hoy los contagios acumulan más de 260 millones y las personas que no sobrevivieron al virus ascienden a alrededor de 5 millones. Esto refleja la alta capacidad de expansión de esta enfermedad y la magnitud de lo que significa, lo cual ha sido evidente en su inédito impacto en todos los ámbitos.

El descubrimiento y producción de vacunas se produjo en tiempo récord, gracias a la disponibilidad y alto nivel de desarrollo de la ciencia. En medio de una revolución digital y del conocimiento que permitió y sigue permitiendo conocer y estudiar aceleradamente esta patología, cómo prevenirla y luchar contra ella.

Siguen surgiendo nuevas variantes, como Delta y ahora Ómicron, que siembran dudas en cuanto a la certeza de haber vencido a este virus. El número de mutaciones que pueden darse son infinitas; sin embargo, la ciencia hoy lo conoce mucho mejor y la tecnología permite rápidos desarrollos y adaptaciones en las vacunas y tratamientos. Ciertamente estos eventos generan y generará “baches” en la actividad global y volatilidad en los mercados, pero nuestro escenario base es que la pandemia está bajo control.

Además, hasta el momento, las variantes que van apareciendo, aunque son más contagiosas, lo que genera su rápida expansión, han sido menos letales y vulnerables a las vacunas disponibles. Asimismo, estaríamos entrando en una etapa del principio del fin del ciclo natural de la pandemia.

## China. -

Las caídas de los precios accionarios en China luego de un 2020 estelar, reflejan la desaceleración económica, el intervencionismo estatal en el sector corporativo y los desequilibrios en el sector inmobiliario.

China fue la primera economía en recuperarse de la pandemia, se adelantó en el ciclo y esto sigue siendo la tónica. El gobierno ha estado -por un lado- tratando de mantener un ritmo de crecimiento sostenible y de evitar burbujas y, por otro, dejando en claro que el sector privado tiene límites y el gobierno manda, en todo ámbito.

La desaceleración económica continuará; sin embargo, no se vería un “aterrizaje forzoso”. Es incierto hasta cuánto podría la injerencia del estado afectar económicamente a China; no obstante, la economía seguiría manejándose con políticas de mercado y apertura razonables.

## Mercados. -

Aunque ciertos activos rezagados se recuperaron y se vio rotación de flujos, las acciones estadounidenses medidas por el S&P 500 registran en lo corrido del año una rentabilidad mayor (22%) a la del año pasado (~16%). Las acciones globales moderaron sus alzas (14% el año pasado versus 13.5% éste), las acciones europeas -rezagadas respecto de las norteamericanas- se pusieron parcialmente al día y otras revirtieron su tendencia. Las bolsas asiáticas (lideradas por China) pasaron de un año de altos retornos a cifras negativas; y la reapertura, por el contrario, llevó a números “azules” los sectores financieros, inmobiliario y de servicios básicos o *utilities*

Crecimiento global se desacelerará en forma saludable en 2022, manteniéndose sobre la tendencia de largo plazo

El covid-19 se expandió rápidamente a través del mundo, pero la igualmente rápida respuesta científica ha logrado ir conteniendo la enfermedad

Mientras no se inmunice a un mayor porcentaje de la población global, nuevas variantes generarán incertidumbre económica y volatilidad en los mercados...

... pero el escenario base es que la pandemia está bajo control, pasando a endemia

Caída de mercados accionarios chinos en 2021 son reflejo de la desaceleración económica, intervencionismo estatal y crisis del sector inmobiliario

Pero no se ve un “aterrizaje forzoso”, con la economía siguiendo políticas pro mercado

Algunos mercados rezagados recuperaron terreno, aunque el liderazgo lo mantienen las acciones estadounidenses, a pesar de altas valorizaciones

(servicios básicos). La búsqueda de valor en un escenario complicado para los bonos revirtió las pérdidas de 2020 en las acciones estilo *value*; no obstante, las *growth*, siguieron subiendo, a pesar de las altas valorizaciones.

Lo que sostuvimos en la versión de este documento hace un año atrás es válido nuevamente, llevándolo y adaptándolo a donde están parados los mercados hoy. Entre los ganadores y perdedores de la pandemia hasta el momento, vemos valor selectivamente en ambos. En el caso de los primeros, identificar los factores que impulsaron estos activos y el potencial de apreciación que les quedaría es clave; hay temáticas y cambios estructurales que llegaron para quedarse. Entre los segundos, son varios los casos en que los valores actuales reflejarían un sobre castigo que debiera ir convergiendo a valores justos.

### Asignación de activos. -

Para fines de 2021, seguimos favoreciendo la renta variable, reduciendo la exposición para cuidar la rentabilidad del año. La economía global sigue creciendo sosteniblemente a pesar de la desaceleración; las tasas de interés suben gradualmente; la inflación seguirá “pegajosa” pero no disruptiva y cedería hacia el segundo semestre del próximo año; y la pandemia estaría está bajo control, encaminándose a convertirse progresivamente en algo endémico.

Es clave la selectividad, dadas las alzas en algunos mercados accionarios en los dos últimos años: monitorear dónde queda valor entre ellos y qué activos rezagados están a precios atractivos. No obstante, la volatilidad prevalecerá, dado el desafiante y desconocido desenlace de la situación actual, por lo que se aumenta la asignación a monedas de refugio (yen) y caja, mientras se mantiene la asignación en oro. En renta fija hay escaso valor, por lo que nos mantenemos subponderados y dentro de ésta favorecemos los productos de spread como bonos emergentes y *high yield*.

En la medida que avance el año la cartera deberá ajustarse a la evolución del crecimiento económico y de las utilidades corporativas. Asimismo, se debe prestar atención a los fundamentos macro y corporativos, en medio de un alto nivel de endeudamiento gubernamental y los desequilibrios que generaron los masivos estímulos monetario y fiscal y la capacidad de los países de resolverlos.

### Escenario base 2022:

1. Desaceleración económica global, con el ajuste continuo a los efectos de la pandemia
2. Normalización monetaria, con alzas graduales en las tasas de interés
3. Presiones inflacionarias que cederían hacia medio año producto de la desaceleración económica, reajuste a la normalidad de las cadenas de abastecimiento y una mayor productividad
4. Mayor volatilidad en los mercados financieros
5. Evolución del covid-19 a nivel de endemia, con el continuo despliegue de vacunas y adaptación de éstas
6. Revolución digital en curso, continuando la acelerada adopción de nuevas tecnologías y los cambios estructurales que ello implica. Ésta y otras megatendencias, en surgimiento evolución y consolidación, tal como la sostenibilidad ambiental y los cambios estructurales en los patrones de consumo.

### Riesgos:

1. Inflación más alta y duradera y aumentos fuertes de ésta, con un incremento de similares características en las tasas de interés
2. Errores de política
3. Intervencionismo gubernamental disruptivo en China

En 2022 será clave la selectividad para identificar donde queda valor y qué activos están sobre castigados

Se sigue favoreciendo la renta variable en un ambiente de tasas reales negativas y al alza, que quitan atractivo a la renta fija

Se reduce la exposición a la renta variable ante el aumento de la volatilidad, tomando posiciones activas en activos de refugio (como yen y caja)

Escenario base para 2022 se enmarca en una desaceleración económica y de utilidades a nivel global, ajustes graduales de las tasas de interés, presiones inflacionarias que irían cediendo, mayor volatilidad, una pandemia que pasaría a ser endemia y cambios estructurales derivados de la adopción tecnológica

Los riesgos derivan de una inflación elevada y prolongada que gatille alzas abruptas en las tasas de interés, errores de política (fiscal y monetaria), intervencionismo chino,



4. Surgimiento de variantes inmanejables del covid-19 que lleven a confinamientos masivos de la población
5. Pandemia digital, propagación global de virus disruptivos
6. Eventos políticos, sociales en países y/o geopolíticos

nuevas variantes de covid, entre otros

## Posicionamiento de la cartera – diciembre 2021

TAACo Global	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	65%	60%	OW	10%	-5.0%	-
Renta Fija	50%	25%	25%	UW	-25%		
Caja		5%	10%	OW	10.0%	5.0%	+
Oro		5%	5%				
<b>Total Cartera</b>							
Europe ex UK	12.5%	13.3%	12.5%	N		-0.8%	-
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	1.5%	N			
UK	2.7%	2.7%	3.7%	OW	1.0%	1.0%	+
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N			
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%		
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.8%	OW	0.5%	0.5%	+
Japan	5.2%	3.0%	3.0%	UW	-2.2%		
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>54.3%</b>	<b>55.0%</b>	<b>OW</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>+</b>
LatAm	4.3%	4.8%	4.3%	N		-0.5%	-
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.8%	N			
China	13.4%	13.4%	13.8%	OW	0.4%	0.4%	+
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	16.4%	OW	1.5%		
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	3.4%	N		-0.6%	-
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	6.3%	UW	-2.2%		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.7%</b>	<b>45.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-</b>
<b>Total Acciones</b>							
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	9.0%	UW	-1.2%		
US TIPS	1.3%	2.5%	2.5%	OW	1.2%		
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N			
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW	-1.0%		
US High Yield	1.8%	4.6%	4.6%	OW	2.8%		
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW	-6.1%		
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.7%	OW	3.0%		
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW	-4.5%		
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.8%</b>	<b>50.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-5.8%</b>		
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	5.6%	N			
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	6.2%	N			
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	5.0%	N			
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	12.5%	OW	5.8%		
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N			
<b>Deuda emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>49.2%</b>	<b>OW</b>	<b>5.8%</b>		
<b>Total Renta Fija</b>							
	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>				

Se disminuye a 60% la exposición a acciones, se mantienen RF en 25%. Se asigna 5% a oro y se aumenta a 10% la caja

Se neutraliza la posición en Europa y se lleva a OW UK

US: *large cap growth* en neutral y OW *value* y *small cap*

UW en Japón

Se neutraliza el OW en Latinoamérica

OW en EM Asia ex China y China

UW en EMEA

UW Treasuries / OW TIPS

Se mantiene UW US Corps y OW deuda High Yield (en US y Europa)

UW bonos europeos y japoneses

Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos high yield

En diciembre la cartera del TAACo Global se decide resguardar el retorno del año ante el aumento de la volatilidad; se disminuye la sobreexposición a acciones hasta 60%, manteniendo la posición en renta fija en 25%, y asignando 10% a caja y 5% a oro como protección ante eventos disruptivos.

Dentro de la cartera de renta variable se neutraliza Europa y se lleva a OW el Reino Unido por mejoras en el *momentum* económico y valorizaciones atractivas. Con respecto a EEUU, se mantiene el OW en *US Large Cap Value* y el neutral en *US Large Cap Growth* debido a lo ajustada de las valorizaciones y la sensibilidad ante variaciones en las tasas de interés. Se mantiene el UW en Japón en pro de financiar posiciones con mayor potencial de apreciación. Dentro de emergentes, se neutraliza Latinoamérica por falta de catalizadores al alza y se aumenta a OW China, donde el castigo parece excesivo. Se conserva el UW en EMEA luego de los altos retornos exhibidos en lo corrido el año.

Ante ajustes en la política monetaria y tasas de interés que subirían gradualmente se decide mantener la exposición a renta fija. Dentro de la cartera se mantiene UW la posición en *Treasuries* y en OW *TIPS*. En general, tasas de interés bajas e incluso negativas, sumado a *spreads* comprimidos nos llevan a sobreponderar productos de *spread* en busca de *yields* (OW HY US, HY Europa y HY EM Corporate).

## Renta Variable

### **Europa ex UK: se neutraliza la posición en *large cap* desde *overweight* y se mantiene neutral en *small cap***

La región es nuevamente el epicentro de la pandemia, con casos en ascenso en gran parte de los países y algunos incluso volviendo a confinamientos. En Alemania los contagios y casos activos superan ampliamente los *peaks* de olas anteriores y la ocupación hospitalaria comienza a saturarse, con las autoridades no descartando imponer restricciones de movilidad más agresivas para controlar los contagios.

Para este año el crecimiento rondaría el 5%; no obstante, para el próximo año presiones inflacionarias, escasez de diversos productos, problemas en cadenas de suministros y el shock energético llevan a que las expectativas sean menores. Para 2022 se estima un crecimiento de 4.3%, el cual aún se encuentra sobre la tendencia de largo plazo. Los datos económicos internalizan un menor ritmo de crecimiento y las sorpresas son cada vez más acotadas, aunque mejora el *momentum*. Países con mayor sesgo manufacturero, como Alemania, podrían incluso acelerar su crecimiento en 2022 en la medida en que se alivien las presiones en las cadenas de suministros, a lo que se suma un cambio de liderazgo con la llegada de Olaf Scholz, quién impulsaría el gasto fiscal en los próximos años. Además, los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios continúan sobre el umbral de expansión (sobre 50 pts.), aunque desacelerándose respecto a meses previos. Esto apoyaría la tesis de que la economía seguiría expandiéndose, aunque a un menor ritmo.

El próximo año la recuperación estará apoyada aún por la amplia liquidez derivada de estímulos fiscales y monetarios. A nivel regional, el Fondo de Recuperación desembolsará montos que totalizarían €750,000 millones. Por el lado monetario, el nivel de precios ha aumentado por efectos de base de comparación, aumentos en los precios de la energía, disrupciones en las cadenas de suministros y aumento de la demanda, llegando al mayor nivel desde que se implementó el euro. La inflación de noviembre fue 4.9% interanual, mientras que el índice de precios al productor aumentó 21.9% en doce meses a octubre, lo que eventualmente presionará los márgenes corporativos y/o llevará a que el Banco Central Europeo ajuste la política monetaria para controlar la inflación. Sin embargo, de momento, las autoridades monetarias ven el aumento de la inflación como transitorio en la medida en que la capacidad productiva se normalice hacia el 2022 y el consumo se rebalancee desde bienes a servicios, indicando que no es momento de subir las tasas de interés, aunque desde septiembre comenzaron a reducir los programas de compras de bonos (*tapering*). A favor de perspectivas menos inflacionarias, holguras en el mercado laboral no permitirán aumento en los precios desde alzas sostenidas en los salarios.

En cuanto al sector corporativo, el *momentum* es positivo. Habiendo reportado un 95% de las compañías del Eurostoxx 600 sus resultados para el tercer trimestre con un crecimiento promedio de 63% en utilidades, un 55% de ellas superan las expectativas. Los sectores de energía, industrial y materiales conducen el crecimiento de utilidades, mientras que *utilities* (servicios básicos), comunicaciones e inmobiliario presentan pérdidas agregadas. No obstante, las presiones de costos llevan a que en 2022 se estime una contracción en los márgenes, el próximo año las utilidades crecerían solo 8.2%.

Las acciones de la Zona Euro retornan en lo corrido del año menos que las globales y aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. En cuanto a valorizaciones, las razones P/U fwd. 12 meses y P/VL transan sobre el promedio a 5 años en términos absolutos, pero con descuentos relativo a mercados desarrollados.

A pesar de que los estímulos fiscales y monetarios se mantendrían por tiempo prolongado, de la fortaleza corporativa y valorizaciones atractivas en términos relativos, el aumento de los contagios está llevando a elevar la incertidumbre y la volatilidad, afectando las perspectivas de recuperación y crecimiento de utilidades en 2022, lo que nos lleva a **neutralizar la posición en acciones europeas *large cap***. Se mantiene en neutral también la exposición a ***small caps*** por su mayor generación de ingresos desde la economía doméstica, la cual se podría ver afectada por el alza en los precios de la energía y la inflación.

### **Reino Unido: se aumenta a *overweight* desde neutral la posición**

Los casos nuevamente aumentan en medio de la llegada de la variante ómicron al continente; sin embargo, con 70% de la población inmunizada se avanza hacia una “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el covid.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados como medidas contra cíclicas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica, el país sorprende positivamente y se recupera más rápido de lo esperado. A septiembre el PIB se encontraba sólo 1% bajo los niveles prepandemia y se estima que se recuperará antes de fin de año. Por su parte, los indicadores líderes PMI's de manufacturas y servicios se mantienen con variaciones marginales en noviembre, alcanzando casi 60 pts., lo que adelanta que la recuperación económica continuará.

Por el lado monetario, la inflación llegó en octubre a 4.2% interanual, el registro más alto desde diciembre 2011. El Banco de Inglaterra (BoE) espera que la inflación continúe una senda ascendente hasta niveles incluso superiores a 5% anual, afectada por el aumento en los precios de energía, escasez de suministros y mano de obra. No obstante, en una decisión dividida se definió en la reunión de política monetaria de noviembre mantener las compras de activos en los niveles actuales en la medida que se monitorea la transitoriedad de la inflación y se sigue impulsando el crecimiento. Se esperan novedades sobre ajustes en la política monetaria en la reunión de este mes, con el mercado apostando por un alza de tasa de interés.

Respecto al mercado accionario, los índices de acciones británicas poseen alta exposición a sectores que se beneficiarán de alzas de tasas de interés, como el financiero, y de precios de energía más altos, como el energético. Las acciones británicas registran un rezago de años respecto de las acciones europeas y globales, pero el 2020 esta brecha se amplió aún más debido al *Brexit*, riesgo que en el margen se disipa. Las proyecciones de utilidades corporativas se corrigen al alza en el último mes e indican un crecimiento cercano a 82% para este año. Para el 2022 se espera un crecimiento de 2.4%, el que se compara negativamente con el resto de Europa.

Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a mercados desarrollados, tanto a nivel de P/U fwd. 12 meses como P/VL. En términos absolutos, la razón P/U fwd. 12 meses transa más de una desviación estándar bajo el promedio, siendo uno de los pocos mercados en el mundo en transar con descuento.

Dado el buen *momentum* económico, rezago accionario, lo atractivo de las valorizaciones, el alto *dividend yield* (sobre 4%) y un índice que tiene alta exposición a sectores que se benefician del empinamiento de la curva y el alza de los *commodities*, este mes se **sobrepondera la posición en acciones británicas**.

### **Estados Unidos: Se mantiene la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value*, se lleva a *overweight Small Cap* y se mantiene el neutral en *Large Cap Growth***

La recuperación económica alcanzó un *peak* durante el segundo trimestre y en 2022 se observaría una moderación de los datos económicos en la medida que se desvanecen los efectos de los estímulos fiscales y comienza el retiro de estímulos monetarios, lo que impactaría directamente en el consumo. Sin embargo, tal escenario -de menor crecimiento, no de estancamiento o contracción- ya estaría internalizado en las expectativas y el *momentum* económico mejora, con datos que comienzan a sorprender nuevamente en la medida en que la pandemia se encuentra bajo control (con 60% de la población inmunizada).

Por el lado laboral, la situación venía mejorando, pero la creación de empleo de noviembre decepcionó ampliamente. Se agregaron sólo 210 mil nuevos puestos de trabajos no agrícolas, bajo las estimaciones de 550 mil. No obstante, la encuesta a los hogares muestra un resultado opuesto, y la tasa de desempleo cayó a 4.2% desde 4.6% en octubre, mientras que la participación laboral se mantuvo constante.

Por su parte, ante el persistente aumento de la inflación (6.2% interanual en octubre, el mayor registro en tres décadas) el Fed reconoció que su elevado nivel no es transitorio, y se mantendrá por un tiempo más allá del estimado inicialmente, lo que podría acelerar el retiro de los estímulos no tradicionales (*tapering*). No obstante, la autoridad monetaria deberá monitorear de cerca cómo evoluciona el empleo antes de acelerar la reducción en compra de activos y/o subir tasas de interés. El mercado espera que las tasas comiencen a subir entre junio y septiembre del próximo año, una vez terminado el programa de compra de activos.

En cuanto a política, entre el 15 y el 21 de diciembre se llegaría al límite de la deuda, por lo que urge un acuerdo en el Congreso para evitar un cese del financiamiento público y un saltó abrupto en las tasas interés de los bonos del tesoro. Por su parte, el plan de infraestructura del presidente Biden se aprobó por USD 1,200 millones,

mientras que la votación sobre el programa social *Build Back Better*, por USD 1,750 millones, está siendo empujada para antes de navidad.

Respecto al sector corporativo, habiendo reportado un 99% de las empresas del S&P 500 sus resultados del tercer trimestre, las utilidades crecieron en promedio 40% y un 82% de las compañías superaron las expectativas. Las mayores sorpresas vienen de los sectores cíclicos financiero y energía, mientras que los sectores consumo discrecional y utilities (servicios básicos) reportan crecimientos marginales. Luego de que el crecimiento de utilidades tocara un peak durante el segundo trimestre del año, para el último trimestre se espera un crecimiento cercano a 20%. Para 2022, una alta base de comparación, menor demanda y mayores presiones de costo llevarían a que las utilidades crezcan en torno a 7%, dato que se mantiene estable respecto al mes anterior, y que sería impulsado por los sectores de energía, consumo discrecional e industrial.

Por su parte, las valorizaciones continúan luciendo caras y tanto la razón P/U fwd. y P/VL se ubican sobre sus promedios de los últimos 5 años en términos absolutos y relativos. Lo anterior no ha impedido que continúe el apetito por las acciones estadounidenses y en los últimos tres meses se registran entradas netas a ETF's por 3.3% de los activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

El *momentum* económico mejora y en la medida que la economía continúe recuperándose, las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*, que además son altamente sensibles a variaciones en las tasas de interés. Por esta razón **se decide mantener una posición neutral en US Large Cap growth, mientras se conserva la sobreexposición a acciones US Large Cap Value. Además, se lleva a overweight desde neutral la posición en small caps** debido a la alta exposición a sectores que se benefician de la consolidación del crecimiento, como el industrial, y del empinamiento de la curva de tasas de interés, como el financiero; con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a tener un sesgo *growth*).

### Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Las perspectivas para Japón lucen más favorable que en meses anteriores, tanto por el manejo de la pandemia como por un cambio de liderazgo. La pandemia está controlada, mientras que el 79% de la población se encuentra inmunizada y a partir de este mes se comenzarán a aplicar terceras dosis de refuerzo. A lo anterior, se suma la llegada de Fumio Kishida como primer ministro, quien impulsará el gasto fiscal con un paquete de USD 490 billones (casi 10% del PIB) con el fin de acelerar la recuperación económica a la vez que buscará reducir las desigualdades sociales. A diferencia del resto del mundo, según estimaciones del FMI el crecimiento se aceleraría en 2022 hasta 3.2% desde 2.4% este año.

Por su parte, el control de la pandemia y los estímulos fiscales y monetarios, mejoran las expectativas económicas. Tanto el PMI de servicios como de manufacturas mejoran en noviembre respecto al mes previo y alcanzan 53 y 54.5 pts. respectivamente, ambos el mayor nivel en lo corrido del año.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se mantiene por debajo y lejos de la meta del 2% anual (en octubre fue de 0.1% interanual), lo que permitiría al Banco de Japón mantener una política monetaria expansiva por un largo período, más prolongado que pares globales. La crisis energética no afectaría al país en la misma medida que al resto de Asia, debido a que a pesar de depender fuertemente del gas natural para la generación eléctrica (casi 40% de la matriz depende de ello), tienen contratos de largo plazo que aseguran el precio y el suministro, incluso más allá de lo que necesitan actualmente debido al avance en el uso de energías renovables en la matriz.

Con respecto al sector corporativo, se estima una expansión de las utilidades cercana a 81% para el 2021, cifra que se corrige al alza respecto al mes previo; para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 8%, superior al resto de mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a países desarrollados.

Mayor control de la pandemia, un giro político y valorizaciones relativas atractivas hacen más favorables las perspectivas sobre el país. Sin embargo, tales aspectos ya estarían internalizados en los precios (los que corrigieron al alza ante el anuncio de cambio de primer ministro) lo que deja un potencial de apreciación acotado



para los siguientes meses, además las expectativas económicas y corporativas serán afectadas por la desaceleración del crecimiento global dado que el país tiene un fuerte sesgo exportador. En razón a lo anterior **se decide mantener la subexposición a acciones japonesas.**

**Acciones Emergentes: Se lleva a OW la exposición en China. A su vez, se neutraliza la exposición en Latam desde OW y se mantiene el OW en Asia EM ex China y el UW en EMEA.**

Las perspectivas en China mejoran ante señales de una mayor flexibilización monetaria, menores ruidos regulatorios y valorizaciones que se moderan. En tanto, Asia EM ex China se seguirá beneficiando de la alta demanda de semiconductores y se agrega la recuperación económica que comienza a tomar forma en el sudeste asiático. Por otro lado, en Latinoamérica el escenario económico se torna desafiante ante un aumento en las tasas de interés domésticas, limitaciones fiscales y ruidos políticos. Sin embargo, las valorizaciones lucen atractivas tanto en niveles absolutos como relativos. Para EMEA, a la alta inestabilidad macroeconómica y política se le suma la moderación en las expectativas sobre el precio del crudo. Con todo lo anterior, **se decide llevar a OW China, mantener OW Asia EM ex China, neutralizar la exposición en Latam y conservar el UW en EMEA.**

**América Latina: Se decide bajar de OW a neutral**

Si bien se ha acelerado la vacunación, permitiendo que la pandemia se mantenga controlada dentro de la región, y persiste un rezago significativo en relación con retornos de índices globales, la región se ve amenazada por la desaceleración de la economía china, interrupciones en las cadenas de suministros, presiones inflacionarias y altos niveles de incertidumbre política, por lo que se decide **llevar a neutral.**

En el caso de **Brasil**, persiste la recuperación del mercado laboral con la tasa de desempleo llegando a 12.6%, el menor nivel desde el comienzo de la pandemia, y se acelera su proceso de vacunación, logrando un 77% de población vacunada (64% completamente inmunizada). Por su parte, en diciembre comienza la temporada de lluvias en Brasil, lo que puede mejorar los efectos que ha provocado la sequía, lo que junto al aumento en producción de termoeléctricas disminuyen el riesgo de racionamiento. Sin embargo, el precio de los cereales se mantiene elevado, presionando la inflación. En el escenario político, aún no se aprueba la reforma constitucional para aprobar el aumento en el programa social Auxilio Brasil. La discusión se ha extendido durante todo noviembre dado que se agregaron modificaciones -el monto que sobrepasa el límite constitucional de gasto fiscal llegó a 106,000 millones de reales- y se estima que se apruebe a mediados de diciembre. Lo anterior, ha provocado reacciones negativas por parte del mercado y correcciones a baja en el crecimiento del país, debido a que es el tercer año consecutivo que sobrepasarían este límite.

La inflación se mantiene en niveles elevados, llegando a 10.7% interanual en lo acumulado del año, por lo que se espera que el Banco Central eleve nuevamente la tasa Selic en 150 bps en su próxima reunión de diciembre, alcanzando así un nivel de 9.25% para fin de año y siendo este el ajuste monetario más agresivo de la región. En comercio exterior, durante noviembre el precio de la soja (por la sequía) y el hierro (por la menor demanda desde China) mantienen su tendencia a la baja, afectando las exportaciones. Por su parte, las valorizaciones entregan señales mixtas, con la razón P/U *fwd*. bajo el promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, mientras que la razón P/VL se encuentra en el promedio. Bajo este escenario, donde se mantiene la recuperación del empleo, valorizaciones en niveles atractivos y aceleración en la campaña de vacunación, pero contrastando con presiones inflacionarias, precios de los *commodities* con alta volatilidad, riesgos de racionamiento energético y fiscales, **se decide mantener la exposición neutral en acciones brasileñas.**

En **México**, el mercado laboral se recupera, con la tasa de desempleo llegando a 4.0% en octubre, y recuperando 172,668 empleos formales, superando el nivel de trabajo formal previo a la pandemia. Por su parte, la inflación mantiene una tendencia al alza y alcanza 6.2% anual en octubre, siendo la tasa anual más alta desde 2017, provocando que Banxico decidiera subir nuevamente la tasa de política monetaria en 25 bps. hasta 5.0% en su próxima reunión de diciembre, pero manteniendo su estilo de ajuste moderado. En el escenario político, se mantiene la incertidumbre acerca de proyectos del gobierno, tales como aquel que declara construcción de infraestructura como seguridad nacional, excluyéndose de procedimientos de transparencia y competencia, y la reforma eléctrica que tiene fecha límite de discusión el 22 de abril. Además, el senado ratificó a Victoria Rodríguez como nueva gobernadora de Banxico, lo que preocupa a los inversionistas debido a su falta de

experiencia en política monetaria. Respecto a las acciones, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, tanto la razón P/U  *fwd.* a 12 meses como P/VL se encuentran bajo el promedio de los últimos 5 años en términos absolutos, pero en relativos a la región transan con premio debido al buen desempeño durante el año. En base a lo anterior, dada la recuperación económica, el elevado precio de  *commodities* energéticos (aunque con perspectivas desfavorables), pero con incertidumbre respecto a reformas y proyectos del gobierno, **se decide mantener un leve  *overweight* en acciones mexicanas.**

En **Chile**, las elecciones presidenciales y legislativas confirmaron la polarización que vive el país, con un marcado voto  *anti-establishment* (antisistema) representado por las tres primeras mayorías en la elección presidencial. En esta, José Antonio Kast (derecha) y Gabriel Boric (izquierda) pasaron a segunda vuelta, tal y como lo predicaban las encuestas, las que ahora indican que Boric tendría cierta ventaja de cara a la segunda vuelta. En este contexto, se confirma el castigo a los partidos que han gobernado desde el retorno a la democracia hace más de 30 años (centroizquierda y centroderecha), y se genera también un congreso muy fragmentado, en el cual la derecha retoma parte de los asientos perdidos la elección pasada, y que obligaría al futuro presidente, sea quien sea, a moderar su programa de gobierno. Por su parte, el  *momentum* de recuperación económica pierde fuerza, y la actividad económica avanza 15% interanual en octubre, en línea con las expectativas, en donde gran parte del avance mensual se debió al componente minero, mientras que hubo un retroceso en servicios y un avance marginal en comercio. Además, la confianza empresarial sufrió un debilitamiento significativo, cayendo desde 58.2 pts. a 49 pts., debido principalmente a la división de expectativas, golpeadas por el contexto de incertidumbre actual. A lo anterior, se suma el rechazo del cuarto retiro de fondos previsionales, lo cual constituye un hito importante al considerar el sobrecalentamiento de la economía, y a que es la primera vez que un trámite de retiro previsional no avanza en el congreso hasta su total aprobación. Por otro lado, el mercado laboral, que sigue rezagado en relación con la actividad económica, continúa recuperándose y se acelera en octubre, con la creación de 87 mil empleos y la caída de la tasa de desempleo a 8.1% desde el 8.4% del trimestre móvil anterior. Las valorizaciones muestran un castigo relevante a las acciones chilenas; la razón P/U  *fwd.* está bajo 2 desviaciones estándar del promedio de los últimos 5 años, y la P/VL bajo 1 desviación estándar del mismo promedio. Los activos locales, de la mano de los riesgos idiosincráticos actuales, han evidenciado una elevada volatilidad, y la naturaleza casi totalmente opuesta de las propuestas de gobierno del próximo presidente, junto a la eventual colisión de estas con el nuevo congreso, nos lleva a optar por la cautela, y **se decide mantener una posición neutral en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, persiste una recuperación económica dado que tanto el PIB del tercer trimestre como la actividad económica de septiembre sorprendieron al alza, creciendo 13.2% y 12.9% interanual respectivamente. Por su parte, disminuyó la confianza industrial a 12.2 pts -por factor estacional- pero la confianza de  *retail* continúa en niveles históricamente altos, mientras que el mercado laboral también se recupera, la tasa de desempleo bajó hasta 12.3% en octubre desde 24.9% en el peor momento de la pandemia. Además, el PIB se correlaciona positivamente con el precio del petróleo, lo que ha agregado  *momentum* económico, beneficiando las exportaciones, aunque las perspectivas para el precio del crudo se moderan. Por su parte, la inflación llegó a 5.3% interanual en noviembre, por lo que se estima que el Banco de la República eleve 50 bps. la tasa de referencia en la próxima reunión de diciembre, pero sigue siendo un ajuste moderado en comparación al resto de la región. Finalmente, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, estando la razón P/VL y la P/U  *fwd.* bajo su promedio a 5 años por más de 1 desviación estándar en términos absolutos. Considerando lo anterior, teniendo un escenario fiscal complejo, pero con mayor control de la pandemia, valorizaciones en niveles atractivos, y una recuperación de la actividad económica, se decide **mantener la sobreexposición a acciones colombianas.**

En el **Perú**, la actividad económica sorprende positivamente, con el PIB del tercer trimestre creciendo 11.4% interanual y su actividad económica de septiembre creciendo 9.7% en doce meses, ambas sobre las expectativas del mercado. No obstante, la inflación mantiene su tendencia al alza llegando a 5.7% interanual en noviembre, por lo que se estima que el Banco Central vuelva a realizar un alza de 50 bps. en la reunión de diciembre. En el escenario político se mantiene un alto nivel de incertidumbre debido a la tensa relación entre el ejecutivo y el congreso, dado que este último votará una moción de vacancia contra el presidente. Si bien ésta contaría con los votos para ser admitida en el congreso, la oposición no lograría obtener el quorum suficiente para aprobar una destitución del cargo de presidente. Finalmente, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, estando

la razón P/U  *fwd.* y P/VL transando bajo de su promedio en términos absolutos. En base a lo anterior, hay un escenario de recuperación económica, pero se mantiene contrastado con un panorama político muy polarizado que genera problemas de gobernabilidad, por lo tanto, se decide **mantener la exposición neutral en acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, la actividad económica aumenta por cuarto mes consecutivo, con un crecimiento de 11.6% anual en septiembre. No obstante, la inflación se mantiene al alza, y en niveles superiores en comparación al resto de la región, alcanzando 52.1% interanual en octubre. Por su parte, la producción industrial de septiembre creció 10.1% a doce meses, manteniendo la tendencia a la baja por tercer mes consecutivo. En el escenario político, el oficialismo tuvo una derrota en las elecciones legislativas de mitad de periodo, en la cual por primera vez en 38 años el peronismo no obtiene mayoría en el senado. Dado lo anterior, el gobierno cambió su enfoque y declaró que su prioridad es alcanzar un acuerdo con el FMI antes del pago de USD 2,900 millones en marzo. Sin embargo, solo se han mantenido en negociaciones, y no se espera que logren realizar un programa económico antes de enero, viéndose obligados a enfrentar el pago de USD 1,900 millones en diciembre. Las valorizaciones por su parte entregan señales mixtas, con la razón P/U  *fwd.* transando bajo el promedio de 5 años, mientras que la razón P/VL se ubica en el promedio. En base a este escenario, con una situación macroeconómica desafiante y negociaciones por delante, se decide **mantener el UW en acciones argentinas.**

### **China: Se lleva a OW desde neutral la exposición en acciones chinas**

Luego de entrar al 2021 en otra etapa del ciclo económico, el gigante asiático ha consolidado la desaceleración económica en los últimos meses. En este escenario, el PMI Caixin de manufactura se ubicó en terreno de contracción durante noviembre (49.9 pts.) a diferencia del resto de países de Asia emergente. No obstante, se comienzan a observar señales de soporte tanto fiscal como monetario por parte de las autoridades locales, las cuales, sin embargo, han sido y serían focalizadas en sectores estratégicos. Lo anterior ya se ha comenzado a reflejar en el índice de sorpresa económica que luego de meses a la baja se ubica en terreno positivo.

Con respecto a la aparición de la variante Omicron en Sudáfrica, esta genera riesgos a la economía local, más que por una expansión significativa de casos, por las estrictas restricciones a la movilidad generadas por la política cero-covid que se ha implementado y que se agudizaría de cara a la intención de las autoridades de llevar a cabo sí o sí los Juegos Olímpicos de Invierno en febrero del próximo año. No obstante, estimamos que esto será contrarrestado por el mayor soporte fiscal y monetario ya mencionado.

En tanto, los ruidos regulatorios hacia las grandes compañías y en diversos sectores han ido disminuyendo en la medida que las compañías comienzan a incorporar los requerimientos de las autoridades en sus decisiones corporativas. El último ejemplo es el caso de Didi que dejará de cotizar en Nueva York pasando a Hong Kong desde marzo. Además, las multas por malas prácticas en general han sorprendido a la baja a los analistas. Hacia el 2022, nuestro caso base es que estos ruidos seguirán disminuyendo, aunque se observan riesgos en algunos sectores en particular, como lo es el de salud.

Con respecto al mercado, las acciones registraron caídas en torno a 6%, bajo pares emergentes y extendiendo la diferencia de retornos en lo que va del año con EM-EX China. Lo anterior ha moderado las valorizaciones las cuales se ubican en torno a su promedio de los últimos 5 años. Con respecto a flujos, en el último mes se volvieron a registrar ingresos por más del 1.5% del total de activos administrados (AUM, por sus siglas en inglés) acumulando entradas por más del 8% en lo que va del año. Para los próximos meses, esperamos que el diferencial con el resto de emergentes se comience a reducir en línea con valorizaciones que se han moderado, flujos que siguen dando soporte y una política monetaria y fiscal que se vuelva más expansiva. Dado lo anterior, **decidimos llevar a OW la exposición en acciones chinas.**

### **Asia Emergente ex China: Se mantiene el OW**

En Taiwán y Corea las expectativas económicas y corporativas siguen beneficiándose de la alta demanda de semiconductores. Por su parte, en el sudeste asiático, la caída de casos de covid-19 se sigue consolidando, permitiendo fortalecer la reactivación económica en curso. Con respecto a India, la recuperación económica sigue a paso firme, pero un menor avance del programa de vacunación y valorizaciones que se encarecen nos

llevan a tener cautela. Con lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición en Asia emergente ex China concentrándola en China, Corea, Taiwán e Indonesia.**

Se continúa consolidando la recuperación económica en **India**. La pandemia se ha mantenido bajo control otorgándole un mayor dinamismo al mercado interno y elevando la producción de las empresas. En esta línea, el PMI de noviembre se mantuvo en terreno de expansión económica y creció respecto al mes previo para ubicarse en 57.6 pts. Por otro lado, el avance en el programa de vacunación sigue rezagado respecto a pares emergentes lo que lo deja vulnerable ante nuevas olas de covid-19. A su vez, si bien las tasas de referencia no han registrado cambios, el término de la compra de bonos de gobierno por parte del Banco de la Reserva quita soporte monetario. Con respecto al sector corporativo, las utilidades de las compañías sorprendieron al alza en el tercer trimestre, pero, de todas formas, las valorizaciones siguen luciendo caras con la razón P/U fwd. y P/VL 1 y dos desviaciones estándar sobre el promedio de 5 años. Además, los flujos siguen siendo negativos y ya se acumulan salidas por más del 4% del AUM. En este escenario, **se decide mantener el UW en acciones indias.**

Los cuellos de botella alrededor del mundo han seguido afectando la reactivación económica en **Corea del Sur**. La escasez de materiales y los altos costos de los insumos han llevado a moderar la producción de las compañías locales. Sin embargo, la alta demanda externa de semiconductores sigue dando soporte y el PMI manufacturero de noviembre se mantuvo en terreno de expansión económica y se ubicó en 50.9 pts. Por su parte, el levantamiento de las restricciones dado un mayor avance en los programas de vacunación ha permitido una recuperación en la confianza de los consumidores que ya se ha reflejado en los datos, con las ventas minoristas sorprendiendo al alza en el último mes. Con respecto al sector corporativo, las utilidades sorprendieron al alza a en el último trimestre moderando las valorizaciones que se ubican en torno a su promedio de los últimos 5 años. A su vez, los flujos han sido positivos y en los últimos 3 meses se registran entradas por más del 8% del AUM. Dado que se espera que la demanda de semiconductores a nivel global siga con un alto dinamismo, valorizaciones moderadas y flujos positivos **se decide llevar a overweight la exposición en acciones coreanas.**

Al igual que el caso anterior, la alta demanda de productos tecnológicos y semiconductores en particular ha seguido beneficiando a **Taiwán**. Los analistas estiman un crecimiento en torno a 6% este año principalmente impulsado por el dinamismo del sector exportador. Al mismo tiempo, las perspectivas para el próximo año siguen optimistas con el PMI de manufactura de noviembre manteniéndose en terreno de expansión económica luego de registrar 54.9 pts. en noviembre. Con respecto al sector corporativo, las valorizaciones dan señales mixtas con la razón P/U fwd. sobre el promedio de los últimos 5 años y el P/VL bajo el mismo promedio. Además, las expectativas de utilidades tanto para el 2021 como para el 2022 se han corregido al alza en los últimos meses. En cuanto a flujos, se registraron salidas en el último mes, pero a lo largo del año se observan entradas por más del 15% del AUM. Dado que el escenario económico y corporativo sigue mejorando en los últimos meses, además de lucir más defensivo ante nuevas restricciones globales a la movilidad por la expansión de la nueva variante, **se decide llevar a overweight la exposición en acciones taiwanesas.**

Con respecto al **sudeste asiático**, los casos de covid-19 siguen contenidos lo que ha impulsado la reactivación económica en los últimos meses generando un mayor dinamismo del sector exportador. Además, la inflación luce controlada lo que permitiría mantener la tasa de referencia en los niveles actuales y seguir dando soporte a la reactivación doméstica. En este escenario, los PMI de noviembre se ubicaron generalizadamente en terreno de expansión económica. En cuanto al mercado, las valorizaciones lucen en torno a sus promedios de los últimos 5 años tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Dado que el escenario corporativo y económico sigue mejorando en las últimas semanas, **se decide mantener el OW en la región concentrándolo en Indonesia.**

#### **EMEA: Se mantiene el *underweight***

Luego de meses al alza, la variante ómicron y una moderación en las expectativas económicas generó abruptas caídas en el precio del petróleo afectando principalmente a Rusia y Arabia Saudita. En tanto, en Turquía se sigue observando una alta inestabilidad macroeconómica y política que generó una depreciación de la lira de casi 30% en un mes. Finalmente, en Sudáfrica, la variante ómicron se expande con fuerza con más de 16,000 casos diarios (v/s 400 hace un mes) generando incertidumbre sobre la reactivación de la actividad. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en EMEA.**

Luego de mejoras en la actividad económica en el último mes, el aumento de casos en **Sudáfrica** por ómicron genera nuevamente dudas sobre la sostenibilidad de la reactivación. En los últimos días se han registrado un aumento exponencial de los casos, con más de un 80% de la variante mencionada, que, aparentemente, sería más contagiosa. A lo anterior se suma un bajo avance en el programa de vacunación relativo a mercados emergentes y a la última alza en la tasa de referencia por mayores presiones inflacionarias que afectarían el dinamismo de la actividad económica. Con respecto al mercado, las valorizaciones siguen luciendo atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años motivando entradas leves de flujo en el último mes (0.2% del AUM). A pesar de valorizaciones atractivas, el débil escenario económico y la mayor incertidumbre por una nueva ola de covid-19 con una nueva variante de la cual, de momento, se tiene escasa información, **se decide mantener la subexposición en acciones sudafricanas.**

Luego de las alzas del petróleo de los últimos meses, la aparición de la nueva variante y la mayor incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica afectaron el precio del *commodity* y el retorno de las acciones **rusas**. A lo anterior se ha sumado una nueva ola de covid-19 que ha sido superior a las anteriores, además de un agresivo ajuste monetario relativo a mercados emergentes que generan perspectivas económicas desafiantes de cara al inicio del próximo año. Con respecto al mercado, las utilidades corporativas estimadas para este año se han corregido al alza dejando las valorizaciones con señales mixtas. Por un lado, el P/U fwd. se ubica bajo el promedio de 5 años, mientras que, por otro el P/VL se ubica más de una desviación estándar sobre el mismo. Lo anterior, ha moderado los flujos y en el último mes se registraron salidas marginales. Dado que el escenario económico se torna más desafiante, pero, por otro lado, las perspectivas corporativas siguen sólidas **se decide mantener la exposición neutral en acciones rusas.**

Continúa la incertidumbre en **Turquía** sobre las medidas que está tomando el presidente Recep Tayyip Erdogan y la independencia del Banco Central. La autoridad monetaria decidió nuevamente recortar la tasa de referencia en el último mes en la medida que la inflación se acelera sobre el 20% interanual. Lo anterior llevó a una depreciación de casi 30% de la lira y obligó a inicios de mes a la autoridad monetaria a intervenir el mercado cambiario. Por otro lado, las valorizaciones dan señales mixtas con la razón P/U fwd. bajo el promedio de 5 años mientras que la segunda sobre el mismo promedio. Dado que el contexto económico y corporativo sigue sujeto a una alta incertidumbre, **se decide mantener la subexposición en acciones turcas.**

**Se lleva a UW la exposición en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** Los casos en las últimas semanas han seguido aumentando lo que deteriora las perspectivas económicas y corporativas de cara a la última parte del año. Además, las valorizaciones no lucen atractivas. Con lo anterior **se decide llevar a UW la región, concentrándolo en Hungría y República Checa.**

Finalmente, y al igual que el caso de Rusia, las caídas en el precio del petróleo moderaron las expectativas sobre **Arabia Saudita**. Sin embargo, las perspectivas económicas siguen optimistas y el PMI manufacturero (no incluye el sector petrolero) se sigue ubicando en terreno de expansión económica. Por otro lado, las valorizaciones lucen caras con el P/U fwd. y P/VL sobre sus promedios históricos. En este escenario, **se decide mantener la exposición neutral en acciones saudíes.**

## Renta Fija

### **US Treasuries: underweight bonos nominales y overweight TIPS**

El contexto descrito al inicio de este documento, referente a las presiones inflacionarias y al inicio del retiro del estímulo monetario, se han traducido -en el caso de EE.UU.- en el presidente del Fed, Jerome Powell, indicando que ya no se puede hablar de una inflación transitoria. Lo anterior, aumenta el atractivo por activos protegidos contra el aumento de precios, mientras las tasas base siguen en niveles históricamente bajos, lo cual, en el caso de los bonos del tesoro estadounidenses, se traduce en *yields* reales negativos. Dado esto, este mes se decide mantener la sobreexposición en TIPS, y la subexposición en bonos nominales estadounidenses.

## **US Mortgages: neutral**

La recuperación del mercado laboral avanza, pero entrega señales mixtas. En este sentido, al no existir perspectivas de una aceleración en la recuperación del mercado laboral, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

## **US Investment Grade: underweight**

La presión alcista en las tasas de interés que genera la inflación reduce el atractivo de los papeles de mayor duración en la renta fija. En el caso de *US Investment Grade*, la duración cercana a 9 años, sumado al *yield* real negativo ofrecido, nos lleva a mantener la subexposición en la subclase de activo.

## **US High Yield: overweight**

En este caso, una duración menor (~ 4.3 años) y un *yield* superior relativo al *Investment Grade*, debido a un aumento razonable en el riesgo de crédito, genera un perfil de riesgo retorno atractivo en el contexto de la renta fija. Por esto, se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

## **Europe Broad: underweight**

Similar al caso estadounidense, la subclase de activo exhibe un *yield* poco atractivo y una duración elevada (~ 7.8 años), por lo que se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

## **Europe High Yield: overweight**

Nuevamente, el mayor *yield*, sumado a la baja duración relativa a otras alternativas en la clase de activo, nos lleva a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

## **Japan Broad: underweight**

La deuda japonesa posee la mayor duración de la muestra (9.5 años), junto a un *yield* poco atractivo (0.1%), lo que nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

## **Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos HY y neutral en las demás subclases de activo**

El mayor riesgo de crédito asociado a la deuda emergente exige un mayor *yield* relativo al mundo desarrollado. En este sentido, se mantiene la preferencia por la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight**, debido al *yield* atractivo junto a una duración acotada (~4 años). En el caso de las demás alternativas, la deuda soberana en general tiene una elevada duración, poco atractiva en el contexto actual, mientras que la deuda corporativa IG no presenta un *yield* atractivo que justifique el riesgo.

## Exposición a monedas – diciembre 2021

Monedas	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	46.0%	43.9%	OW	1.6%	-
EUR	16.9%	14.5%	13.2%	UW	-3.7%	-
GBP	1.4%	1.8%	2.3%	OW	1.0%	+
JPY	6.9%	3.1%	6.9%	N		+
GEMs	32.6%	34.5%	33.7%	OW	1.1%	-
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>			

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se decidió neutralizar la posición en yen japones en desmedro de un menor *overweight* en USD, como forma de tener un *hedge* contra un aumento de la aversión al riesgo.

## Resultados TAACo Global – noviembre 2021

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	65%	15%	-3.5%	-1.7%	-2.2%	-25.0	6.5
Renta Fija	50%	25%	-25%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-41.7	-5.8
Caja	0%	5%	5%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1	
Oro	0%	5%	5%	2.0%	0.0%	0.1%	19.1	
Cobertura						0.0%	4.1	
<b>Portafolio</b>					<b>-1.82%</b>	<b>-2.16%</b>	<b>-34.4</b>	<b>0.7</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>-33.7</b>
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	-5.2%	-0.65%	-0.69%	-1.4	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	-5.6%	-0.08%	-0.08%	0.0	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	-5.7%	-0.15%	-0.15%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	0.9%	0.12%	0.12%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	-2.9%	-0.42%	-0.45%	0.6	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	-4.4%	-0.19%	-0.19%	0.0	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	-2.5%	-0.13%	-0.07%	-2.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>54.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-1.50%</b>	<b>-1.51%</b>	<b>-3.0</b>	
LatAm	4.3%	4.8%	0.5%	-3.4%	-0.15%	-0.16%	0.0	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	-5.4%	-0.04%	-0.04%	0.0	
China	13.4%	13.4%	0.0%	-6.0%	-0.80%	-0.80%	0.0	
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	1.5%	-1.8%	-0.27%	-0.29%	2.5	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	-2.0%	-0.07%	-0.08%	0.9	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	-2.2%	-7.8%	-0.66%	-0.49%	9.5	
<b>Emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-1.99%</b>	<b>-1.87%</b>	<b>13.0</b>	
<b>Equities</b>					<b>-3.49%</b>	<b>-3.39%</b>	<b>10.0</b>	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	0.8%	0.08%	0.07%	-1.1	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	0.9%	0.01%	0.02%	1.3	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	0.1%	0.00%	0.00%	-0.2	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-1.0%	-0.02%	-0.04%	-2.3	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	1.2%	0.24%	0.16%	-8.5	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	-0.6%	0.00%	-0.02%	-1.3	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	0.9%	0.08%	0.04%	-4.7	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.8%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.38%</b>	<b>0.22%</b>	<b>-16.9</b>	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-3.4%	-0.21%	-0.21%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	-1.2%	-0.08%	-0.15%	-6.2	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-1.2%	-0.24%	-0.24%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-0.53%</b>	<b>-0.60%</b>	<b>-6.2</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-0.15%</b>	<b>-0.38%</b>	<b>-23.1</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 30 de noviembre de 2021

En noviembre el portafolio del TAACo global rentó -2.2%, 34 pbs. bajo el *benchmark*. La asignación de activos generó pérdidas debido al posicionamiento largo en renta variable y corto en renta fija. La asignación a oro, caja y la cobertura de monedas tuvieron efectos positivos en la cartera.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó -3.4%, 10 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. El mayor contribuidor a la generación de valor fue la subexposición a EMEA, mientras que las posiciones corta en Japón y larga en Europa destruyeron valor.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó -0.4%, 20 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restó valor la subexposición a bonos japoneses y europeos en un mes en que las curvas de tasas soberanas se corrigieron a la baja al finalizar el mes.

## Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
<b>TAACo</b>	-2.2%	-3.7%	2.2%	6.2%	8.1%	7.6%	5.7%	7.3%	9.4%
Benchmark	-1.8%	-3.2%	1.6%	5.0%	8.1%	7.0%	5.0%	5.6%	8.7%
<b>Out/Under perf. (bps)</b>	<b>-34</b>	<b>-52</b>	63	121	<b>-1</b>	57	67	168	
<b>Acciones</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>14.0%</b>
Benchmark	-3.5%	-4.3%	6.1%	12.1%	11.3%	10.1%	7.4%	4.8%	13.9%
Europe ex UK	-5.2%	-6.4%	6.9%	11.6%	10.4%	9.0%	6.0%	4.0%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-5.6%	-7.6%	8.8%	17.3%	15.1%	12.5%	10.8%	11.1%	34.6%
UK	-5.7%	-4.2%	6.3%	11.9%	0.7%	1.3%	0.3%	0.2%	17.4%
US Large Cap Growth	0.9%	2.6%	25.4%	31.5%	30.6%	25.5%	19.1%	--	28.5%
US Large Cap Value	-2.9%	-1.3%	15.6%	18.8%	7.6%	7.5%	9.1%	5.2%	11.8%
US Small Caps	-4.4%	-3.0%	14.5%	23.3%	14.1%	11.9%	12.4%	11.7%	15.6%
Japan	-2.5%	-3.8%	-1.8%	2.1%	6.3%	6.2%	6.2%	2.7%	21.8%
<b>Desarrollados [1]</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>16.8%</b>	<b>21.8%</b>	<b>16.9%</b>	<b>14.6%</b>	<b>12.2%</b>	<b>9.1%</b>	<b>22.4%</b>
LatAm	-3.4%	-19.0%	-16.9%	-7.3%	-7.8%	-2.7%	-5.7%	5.0%	20.8%
LatAm Small Cap	-5.4%	-21.7%	-18.8%	-10.9%	-4.4%	-0.2%	-5.6%	7.7%	31.9%
China	-6.0%	-7.9%	-19.2%	-16.9%	6.7%	9.1%	7.8%	12.5%	54.1%
EM Asia ex China	-1.8%	-5.3%	5.9%	18.0%	15.9%	13.4%	8.6%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-2.0%	-2.1%	16.8%	24.9%	15.0%	10.2%	6.6%	10.6%	33.2%
EM Europe and Middle East	-7.8%	-2.8%	18.0%	24.0%	5.2%	5.0%	-2.3%	4.2%	11.8%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>37.3%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.2%</b>
Benchmark	-0.2%	-2.2%	-3.0%	-1.9%	4.4%	3.6%	2.3%	5.6%	5.0%
US Govt Agencies	0.8%	-0.4%	-1.8%	-2.0%	5.0%	3.2%	2.3%	5.3%	2.3%
US TIPS	0.9%	1.3%	5.6%	6.8%	8.5%	5.3%	3.1%	6.8%	3.0%
US Mortgages	-0.1%	-0.6%	-1.0%	-0.7%	3.7%	2.5%	2.4%	5.3%	2.5%
US Corps	0.1%	-0.7%	-1.0%	-0.5%	8.1%	5.4%	4.9%	7.4%	6.4%
US High Yield	-1.0%	-1.2%	3.3%	5.3%	7.4%	6.3%	6.9%	9.8%	7.5%
Europe Broad	1.2%	-0.5%	-1.7%	-1.5%	3.0%	2.0%	4.1%	5.5%	0.7%
Europe High Yield	-0.6%	-1.1%	3.2%	4.0%	5.4%	4.2%	7.5%	9.2%	6.2%
Japan Broad	0.9%	-3.0%	-8.7%	-7.8%	0.6%	0.5%	-2.3%	2.7%	4.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>0.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-0.9%</b>					
EM Sovereign IG	-0.1%	-1.5%	-2.2%	-1.5%	7.9%	5.8%	4.8%	9.2%	9.4%
EM Sovereign HY	-3.4%	-6.0%	-3.8%	-0.4%	3.0%	2.3%	4.6%	10.4%	9.4%
EM Corporate IG	0.0%	-1.1%	-0.4%	0.3%	6.8%	5.1%	4.9%	--	6.7%
EM Corporate HY	-1.2%	-4.9%	-2.5%	-0.4%	6.4%	5.5%	6.7%	--	9.9%
EM Local Markets	-1.2%	-4.1%	-4.9%	-1.9%	3.6%	4.0%	0.8%	--	15.2%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-1.8%</b>					
<b>Caja</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Oro</b>	<b>2.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>14.0%</b>	<b>8.9%</b>	<b>0.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.7%</b>

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia



## Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
<b>DM</b>	<b>19.7x</b>	<b>14.8x</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.4x</b>	<b>2.2x</b>	<b>94%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>0.2</b>
US	22.6x	15.8x	1.0%	5.1x	2.8x	68%	7%	28%	0.3
Europe	15.3x	13.0x	3.0%	2.1x	1.8x	205%	5%	10%	0.1
Japan	15.0x	14.9x	2.0%	1.5x	1.3x	74%	8%	9%	0.2
<b>EM</b>	<b>12.6x</b>	<b>11.5x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.9x</b>	<b>1.8x</b>	<b>62%</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>	<b>0.2</b>
EM Asia	13.8x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	43%	8%	12%	0.3
CEEMEA	9.7x	9.3x	6.0%	1.6x	1.6x	107%	6%	15%	0.1
LatAm	8.7x	12.1x	6.0%	1.8x	2.0x	209%	-8%	20%	0.0
China	12.9x	11.9x	2.0%	1.8x	2.0x	10%	15%	11%	1.3
S.Korea	10.2x	9.9x	2.0%	1.3x	1.2x	99%	-4%	13%	0.1
Taiwan	15.0x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	61%	-1%	18%	0.2
India	22.8x	16.8x	1.0%	3.9x	3.2x	38%	19%	15%	0.6
Indonesia	15.9x	14.0x	3.0%	2.5x	3.4x	25%	20%	16%	0.6
Malaysia	13.7x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	39%	4%	11%	0.4
Thailand	19.0x	13.0x	3.0%	2.2x	2.0x	25%	13%	10%	0.8
Philippines	18.6x	16.2x	2.0%	2.0x	2.5x	51%	25%	8%	0.4
S.Africa	9.0x	12.4x	5.0%	1.8x	2.4x	69%	11%	20%	0.1
Russia	6.2x	6.4x	9.0%	1.1x	1.1x	155%	4%	14%	0.0
Turkey	4.9x	8.4x	7.0%	1.0x	1.5x	18%	10%	17%	0.3
Poland	11.7x	11.8x	4.0%	1.3x	1.5x	138%	-10%	9%	0.1
Hungary	9.0x	9.6x	3.0%	1.4x	1.4x	129%	1%	14%	0.1
Czech R.	15.7x	12.6x	6.0%	1.7x	1.7x	86%	20%	12%	0.2
UAE	14.4x	11.2x	4.0%	1.7x	1.4x	22%	9%	12%	0.7
Brazil	7.1x	10.9x	8.0%	1.8x	1.8x	221%	-14%	22%	0.0
Mexico	13.7x	15.1x	4.0%	2.0x	2.6x	137%	8%	25%	0.1
Chile	12.5x	15.7x	4.0%	1.5x	2.0x	128%	-4%	13%	0.1
Colombia	8.2x	13.5x	5.0%	1.1x	1.6x	261%	16%	22%	0.0
Peru	10.6x	12.6x	4.0%	1.8x	3.1x	710%	20%	20%	0.0

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 24 de noviembre de 2021

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

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 Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), 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 Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, 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.