

Septiembre 2022

| TAACo Global | Desempeño | | | | | | | | Volatilidad 5 años * |
|----------------------------|-----------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------------------|-------------------------|
| | Agosto | 3 meses | YTD | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio * ** | |
| TAACo | -2.1% | -5.0% | -14.0% | -15.5% | 1.6% | 1.8% | 3.6% | 6.4% | 9.6% |
| Benchmark | -2.4% | -4.8% | -16.1% | -17.4% | 0.5% | 0.9% | 2.8% | 4.6% | 9.1% |
| Out/Underperformance (bps) | 28 | -18 | 203 | 190 | 111 | 90 | 87 | 185 | |
| Acciones | -2.2% | -6.8% | -18.7% | -20.0% | 4.4% | 2.5% | 5.1% | 4.3% | 14.2% |
| Benchmark | -2.4% | -6.3% | -19.2% | -20.2% | 4.1% | 2.4% | 4.9% | 3.6% | 14.1% |
| Renta Fija | -1.9% | -3.1% | -12.6% | -14.3% | -2.9% | -0.5% | 0.8% | 5.6% | 5.5% |
| Benchmark | -2.3% | -3.3% | -12.9% | -14.7% | -3.5% | -1.0% | 0.4% | 4.7% | 5.4% |
| Caja | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Oro | -2.1% | -6.7% | -5.0% | -5.5% | 3.9% | 5.5% | 0.4% | 12.4% | 13.1% |

Resultados al 31 de agosto de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

| | |
|-------------------------------------|----|
| Hacia un nuevo “nuevo normal” | 1 |
| Asignación de activos | 4 |
| Resultados | 14 |
| Desempeño | 15 |
| Valorizaciones | 16 |

Hacia un nuevo “nuevo normal”

Estamos viviendo la incertidumbre respecto de cómo se ajusta la economía y los mercados a un escenario diferente al que estuvimos acostumbrados en los últimos casi quince años. Desde 2008, sólo en periodos cortos (de julio 2009 a abril 2010 y brevemente en febrero de 2011) la tasa del bono del Tesoro a 10 años ha superado 3.5% anual. Por su parte, la tasa de referencia (*Fed Funds Rate*) del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), se mantuvo en 0.25% anual entre 2008 y 2015, luego de lo cual subió gradualmente a 2.5% en 2018 hasta junio de 2019, cuando se comenzó a bajar gradualmente para cuidar el crecimiento, hasta llegar a 1.75% en febrero del 2020. Después, vino la pandemia y se redujo abruptamente a 0.25%.

Incertidumbre en torno a cómo se ajusta la economía y los mercados a un nivel elevado de tasas de interés

Entre 2008 y 2011, la inflación no superó 3% anual, encontrándose sobre ese nivel sólo entre abril y noviembre de ese año. Una década después, en abril de 2021 los aumentos de precios en Estados Unidos llegaron a 4.2% en doce meses, acelerándose hasta 9.1% en junio pasado (8.3% a agosto).

La inflación en EE.UU. no superaba el 3% desde 2011

Toda la revisión anterior para destacar que desde 2008 la economía y mercados mundiales se caracterizaron por muy bajas tasas de interés, una abundante liquidez o “dinero fácil” como se dice en los mercados. Porque no sólo eran tasas bajas, sino la inyección de dinero a través del famoso *quantitative easing* (QE, expansión cuantitativa), es decir la compra de instrumentos financieros por parte del ente emisor para garantizar la liquidez en los mercados financieros, lo cual fue ejecutado también por el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y muchos otros. Esta política ultra expansiva se vio exacerbada por la pandemia.

Desde 2008, además de las tasas bajas, los bancos centrales inyectaban dinero a través de *quantitative easing*

Actualmente, estaríamos ante un cambio de paradigma, la *Fed Funds Rate* viene subiendo agresivamente desde marzo de este año y el Fed reduciendo el tamaño de su balance, es decir, echando hacia atrás el QE, aplicando un *quantitative tightening* (QT, ajuste cuantitativo). La mayoría de los países experimentan situaciones similares (excepto China y otros casos puntuales), en un entorno en que al sobrecalentamiento económico producto de la fuerte y rápida recuperación post pandemia se suman tensiones geopolíticas y problemas en las cadenas de abastecimiento global, lo que complica las políticas antiinflacionarias.

Sobrecalentamiento económico lleva a bancos centrales a elevar la tasa y *quantitative tightening*

Los niveles de inflación de hoy no se veían hace alrededor de cuatro décadas. El escenario actual incorpora una segunda potencia económica -China-, cambios relevantes en la matriz energética global, la revolución digital, nuevas megatendencias y conflictos geopolíticos, entre otros aspectos.

Escenario actual se ve afectado por cambios estructurales

El desajuste que se está experimentando puede tomar un tiempo en digerirse y estaríamos ante cambios semi-estructurales, cuya adaptación de la economía global a ellos sería gradual, además de la incertidumbre que implica. Los mercados en este entorno y como agentes que se adelantan al incorporar los valores futuros de los activos, han registrado desde la pandemia una vorágine de eventos y ajustes multidimensionales.

Economía global se adaptaría gradualmente al desajuste actual

El espectro de análisis es enorme; sin embargo, es razonable analizar lo que significaron todos estos años de tasas de interés en mínimos. Sumado a ello una abundante liquidez, que llevó a la renta fija a no generar valor y obligó a inversionistas a entrar al mundo de la renta variable, lo que generó flujos abundantes a esta clase de activo. Las nuevas tecnologías, cambios sociodemográficos y climáticos generaron el surgimiento de industrias y sub-industrias que gradualmente iban cambiando la manera de funcionar del mundo. Luego vino la pandemia que sirvió de catalizador para que todo ello se desarrollara a una velocidad inédita. Las acciones globales fueron la “vedette”; las de la nueva economía las “grandes estrellas”.

Alta liquidez en tiempos anteriores llevó a los inversionistas a entrar a acciones globales

Hasta que finalmente comenzamos a ver los efectos de este desarrollo acelerado y un ciclo económico expansivo alargado que comienza a perder tracción, economías sobrecalentadas y/o sufriendo escaseces producto del contexto global. Inflación y alzas fuertes en las tasas de interés que no tendrían un carácter transitorio. Y los mercados comenzaron a acusar recibo de esto desde principios de este 2022. Se comienza a cuestionar las valorizaciones accionarias (impacto del costo del dinero en los balances de las compañías), se integra una recesión al escenario probable, las tasas de interés más altas en Estados Unidos y su fortaleza económica relativa al resto del mundo se incorporan en el valor creciente del dólar, en medio de una crisis energética global. La renta fija pareciera estar volviendo a cumplir su rol de productor de ingresos corrientes -y potencial generador de ganancias de capital porque las tasas de interés suben a niveles donde hay espacio para bajas más adelante-.

Dólar se aprecia ante valorizaciones cuestionadas y mayor probabilidad de recesión.

La renta fija vuelve a producir atractivos ingresos corrientes

¿Cuán profunda será la recesión? Luego de un crecimiento global de 6.1% en 2021, se espera que el mundo baje a un crecimiento de 3.2% este año, lo cual tiene riesgos a la baja, dependiendo de las magnitudes de las alzas en las tasas de interés que quedan por hacer hasta completar “la tarea” de bajar la inflación y otros factores que podrían presentarse. La inflación en Estados Unidos da señales de estar cediendo y la buena salud financiera en la que están los hogares y las empresas podría hacer que este ciclo económico contractivo sea relativamente suave en ese país. Sin embargo, es clave que las presiones en los precios vayan cediendo gradualmente (para que se genere la posibilidad de entrar en un ciclo monetario y fiscal expansivo), ya que de lo contrario se podría alargar, con mayor daño económico en la economía en general: personas, empresas, gobierno, y con ello un prolongado camino a una desaceleración profunda, lo que se conoce como *growth recession* (muy bajo crecimiento, que daña especialmente el empleo).

La profundidad de la recesión depende de la magnitud de las alzas de tasas que quedan para completar “la tarea”



En Europa, donde la inflación tiene causas relacionadas particularmente con los aumentos de precios de la energía y otros relacionados más bien a las cadenas de suministros, el Banco Central Europeo también está siguiendo un programa de ajuste monetario que se empieza a tornar más agresivo.

El ajuste monetario europeo se empieza a tornar más agresivo

Respecto de China, la segunda economía mundial pasa también por dificultades económicas, que no tienen que ver con la inflación, sino más bien se enfrenta a una fuerte desaceleración económica, que las autoridades están tratando de contrarrestar con una política fiscal y monetaria expansiva. Sin embargo, juegan en contra la crisis en el sector inmobiliario y rebrotes de COVID con políticas muy restrictivas para frenarlas.

China enfrenta una fuerte desaceleración económica y el gobierno responde con estímulos

Para resumir, nuestro escenario base es que actualmente la economía enfrenta una desaceleración económica gradual, no como ha sido el caso en las últimas tres ocasiones (el reventón de la burbuja tecnológica, la crisis *subprime* y la pandemia). No se trata de un *shock*, lo cual no implica que no pueda llegar a ser una recesión profunda, pero se desencadena más lentamente. Las probabilidades apuntan a una recesión “normal”, ni un aterrizaje suave, ni forzoso, aunque existen riesgos que podrían cambiar dicha perspectiva.

Nuestro escenario base incorpora una recesión normal con una desaceleración gradual

Para dicho escenario se favorece la renta fija relativa a la renta variable. Un cambio semi estructural como el que estamos viendo implica un ajuste en las valorizaciones de las acciones debido a una tasa de descuento mayor, que a pesar de las bajas en lo corrido del año aún no estaría completamente incorporada. Por otro lado, la renta fija vuelve a desempeñar su rol de generador de ingresos corrientes al tener rendimientos más altos, y, de más largo plazo, posibilidades de ganancias de capital cuando venga el ciclo de baja de tasas de interés.

Se favorece la renta fija relativa a la renta variable, ya que la primera volvería a desempeñar su rol generador de ingresos corrientes

Asignación de activos – septiembre 2022

| TAACo Global | Bench. | Agosto | Septiembre | OW / UW | Cambio | | | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|--------------|----------|---|
| Acciones | 50% | 50% | 45% | UW | -5% | -5.0% | - | Se baja la exposición en acciones y se sobrepondera RF, ambas desde neutral |
| Renta Fija | 50% | 50% | 55% | OW | 5% | 5.0% | + | |
| Caja | | | | N | | | | |
| Oro | | | | N | | | | |
| Total Cartera | | | | | | | | |
| Europe ex UK | 13.1% | 10.5% | 10.5% | UW | -2.6% | | | Se mantiene UW en Europa |
| Europe Small Cap ex UK | 1.4% | | | UW | -1.4% | | | |
| UK | 2.9% | 2.9% | 2.9% | N | | | | |
| US Large Cap Growth | 14.3% | 16.3% | 16.3% | OW | 2.0% | | | US: se mantiene el OW en Large Cap Growth y Small Caps, se aumenta el OW en Value |
| US Large Cap Value | 15.7% | 17.2% | 18.5% | OW | 2.8% | 1.3% | + | |
| US Small Caps | 4.1% | 5.1% | 5.1% | OW | 1.0% | | | |
| Japan | 4.8% | 1.8% | 1.8% | UW | -3.0% | | | |
| Mercados desarrollados | 56.3% | 53.8% | 55.1% | UW | -1.2% | 1.3% | + | Se mantiene UW en Japón |
| LatAm | 4.1% | 7.3% | 7.3% | OW | 3.2% | | | |
| LatAm Small Cap | 0.7% | 0.7% | 0.7% | N | | | | Se mantiene el OW en Latam |
| China | 11.8% | 13.1% | 11.8% | N | | -1.3% | - | |
| EM Asia ex China | 16.5% | 14.5% | 14.5% | UW | -2.0% | | | Se neutraliza China desde OW |
| EM Asia Small Cap | 4.0% | 4.0% | 4.0% | N | | | | |
| EM Europe and Middle East | 6.6% | 6.6% | 6.6% | N | | | | |
| Mercados emergentes | 43.7% | 46.2% | 44.9% | OW | 1.2% | -1.3% | - | UW Asia EM ex China |
| Total Acciones | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | | | Neutral EMEA |
| US Govt Agencies | 11.3% | 11.3% | 11.3% | N | | | | |
| US TIPS | 1.4% | 3.0% | 1.4% | N | | -1.6% | - | Neutral Treasuries |
| US Mortgages | 7.9% | 7.9% | 9.5% | OW | 1.6% | 1.6% | + | Se lleva TIPS a neutral |
| US Corps | 7.1% | 10.0% | 10.0% | OW | 2.9% | | | |
| US High Yield | 1.7% | 2.3% | 2.3% | OW | 0.6% | | | OW en US HY e IG |
| Europe Broad | 19.7% | 13.0% | 13.0% | UW | -6.7% | | | Se lleva a OW US Mortgages |
| Europe High Yield | 0.7% | 0.7% | 0.7% | N | | | | |
| Japan Broad | 7.9% | 3.4% | 3.4% | UW | -4.5% | | | |
| Deuda desarrollados | 57.7% | 51.6% | 51.6% | UW | -6.1% | | | Neutral Europa HY |
| EM Sovereign IG | 4.1% | 4.1% | 4.1% | N | | | | UW bonos europeos y japoneses |
| EM Sovereign HY | 6.0% | 6.0% | 6.0% | N | | | | |
| EM Corporate IG | 3.6% | 6.5% | 6.5% | OW | 2.9% | | | Se mantiene el OW Emergentes |
| EM Corporate HY | 6.4% | 9.6% | 9.6% | OW | 3.2% | | | |
| EM Local Markets | 22.2% | 22.2% | 22.2% | N | | | | |
| Deuda emergente | 42.3% | 48.4% | 48.4% | OW | 6.1% | | | OW en corporativos IG y HY |
| Total Renta Fija | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | | | |

Este mes se baja la asignación en renta variable a *underweight* y aumenta la renta fija a *overweight*, ambas desde neutral. El cambio semi estructural implicaría un ajuste en los precios que no estaría completamente internalizado. Por su parte, la renta fija vuelve a ser atractiva al tener la capacidad de generar ingresos corrientes a rendimientos más altos que en años anteriores y ganancias de capital cuando se flexibilice la política monetaria.

Dentro de la renta variable se mantiene la sobreponderación en EE.UU. por su mayor exposición a empresas de calidad *-quality factor-*, las que poseen un sesgo defensivo ante una desaceleración de la economía. Además, dado el soporte estructural que tienen los *commodities*, se continúa favoreciendo acciones latinoamericanas. En bonos se privilegia la deuda emergente sobre la desarrollada, concentrando la posición en deuda corporativa debido a la mayor exposición que posee hacia LatAm, donde existe fortaleza corporativa, bajas tasas de *default* y valorizaciones atractivas.

Renta Variable

Europa ex UK: se mantiene el *underweight* en *large cap* y *small cap*

La crisis energética se agudiza y con ello también las presiones sobre la inflación. De esta forma, el panorama económico continúa deteriorándose y la mediana de las estimaciones en Bloomberg indica que con un 55% de probabilidad la Zona Euro entraría en recesión en los siguientes doce meses. Por su parte, la sorpresa económica mejora, pero más que por datos realmente mejorando, es por estimaciones que se ajustan a un escenario de menor crecimiento.

Las presiones inflacionarias y el índice de precios al consumidor llegó en agosto a 9.1% interanual, el mayor registro desde el inicio de la unión monetaria en 2000, impulsado por alzas en los precios de combustibles, alimentos y transporte, a lo que se suma el encarecimiento de servicios debido a la reactivación del turismo durante el verano del hemisferio norte. El corte de suministro de gas por parte de Rusia a Europa empeorará la situación con la llegada del invierno. De esta forma, ante la elevada inflación el BCE comenzó a subir en julio sus tasas de interés -en forma tardía si se compara con otras economías desarrolladas-, con un aumento de 50 pbs. en el sistema de tasas de referencia para sorprender al mercado acelerando el incremento a 75 pbs. en la reunión de septiembre. Las autoridades del BCE ajustaron al alza la inflación esperada para final de año a 8.1% desde 6.8%, mientras que recortaron la expectativa de crecimiento de este año de 2.8% a 3.1%. Tal escenario lleva al mercado a estimar otra alza de 75 pbs. en la reunión de octubre y de 50 pbs. en la de diciembre, con alzas sucesivas en las tasas hasta mitad de 2023.

Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en septiembre -32 pts. (peor que el mes previo), mientras que la confianza del consumidor se ubica en -25 pts., similar al peak de la pandemia e incluso peor que en la crisis financiera de 2008. El consumo pierde tracción y la producción industrial decepciona. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se debilitan, ubicándose ambos bajo 50 pts. (umbral entre expansión/contracción del sector).

Las acciones europeas sufrieron en agosto una pérdida mayor que pares globales afectadas también por la geopolítica, donde las autoridades intentan lograr un acuerdo para avanzar con los planes de autosuficiencia energética. El crecimiento esperado de utilidades se ha corregido al alza para este año (15.8% vs. 14.2% en la versión anterior de este documento). No obstante, para 2023 se ha corregido a la baja a 3.4% desde 4% en la medida que las utilidades se compriman por efecto de las presiones de costos y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios y fiscales. Las valorizaciones se aliviaron con las caídas de agosto, y continúan transando en niveles que son atractivos en términos absolutos y relativos a desarrollados.

A pesar del rezago de corto y largo plazo, y valorizaciones atractivas, la pérdida de *momentum* económico y el recorte en las expectativas de crecimiento, en conjunto con una salida persistente de flujos que no entrega soporte, nos lleva a mantener el *underweight* en acciones europeas en búsqueda de financiar posiciones con mayor potencial de apreciación.

Reino Unido: se mantiene asignación en neutral

El país atraviesa una compleja situación macro financiera a lo que se suma un cambio de liderazgo político y monárquico. La inflación se mantiene en los niveles más elevados de las últimas 4 décadas y el ajuste monetario se vuelve cada más agresivo dejando la economía al borde de una recesión.

Liz Truss fue escogida como primer ministro, la tercera mujer que ha ocupado dicho cargo, enfrenta el desafío de lidiar con una economía que se enfría y una inflación que se acelera principalmente desde la energía. Además, debe guiar al país en el periodo de transición hacia un nuevo monarca luego de la muerte de la reina Isabel II. De esta forma, en su primera semana en el cargo, Liz Truss presentó un plan fiscal e intervenciones para prevenir alzas significativas en el precio de la energía a través del congelamiento de tarifas eléctricas y una serie de subsidios. Tales

medidas podrían frenar alzas significativas de la inflación en los meses siguientes y quitar presión al banco central.

El deterioro económico es cada vez más evidente. El Banco Central de Inglaterra realizó reunión de política monetaria a inicios de agosto decidiendo subir la tasa de interés 50 pbs. hasta 1.75%, la mayor alza en los últimos 27 años en un contexto de inflación elevada (10.1% interanual en julio) y un mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.8% en junio, similar a prepandemia). En tal reunión también se ajustó al alza la expectativa de inflación, proyectando un peak de inflación de 13.3% en octubre, y se recortó la estimación de crecimiento hasta 2.1% este año desde 3.5%, alertando que la economía entraría en recesión durante el cuarto trimestre de 2022. De esta forma el mercado internaliza que la tasa de referencia podría subir hasta 3.50% a finales de año para mantenerse en ese nivel por un tiempo prologando debido a que la inflación aún se mantendría sobre 9% hasta fines de 2023.

La sorpresa económica vuelve a terreno positivo con estimaciones que internalizan un escenario de menor crecimiento económico, de utilidades y la alerta del banco central de una recesión que perdurará hasta 2024. Las perspectivas se deterioran en medio de un ambiente que se vuelve cada más estanflacionario en conjunto con un mercado laboral estrecho como consecuencia del *Brexit*, una política monetaria contractiva y la desaceleración de su principal socio comercial (la Unión Europea). Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se deterioran y se ubican en niveles mínimos de 2 años, con el indicador manufacturero cayendo a 47 pts. en agosto.

Respecto al mercado accionario, el sesgo hacia el estilo *value* de los índices de acciones británicas ha permitido que sea defensivo ante el aumento de la aversión al riesgo en lo corrido del año, pero esto no impidió la caída de agosto. El estimado del crecimiento de utilidades para los siguientes doce meses se recorta a 3.6% desde 5.6% hace un mes y para 2023 se estima una contracción de 0.7%, que se compara negativamente con el resto de Europa. La generación de ingresos de las empresas listadas en Londres se caracteriza por ser más bien global, sin tener una dependencia significativa de la economía doméstica. De esta forma, la desaceleración del comercio internacional afectará los resultados de las compañías británicas.

No obstante, el *outperformance* de 2022, ha habido persistentes salidas de flujos en lo corrido del año (fondos e ETFs). Las valorizaciones se alivian y transan con descuento en términos absolutos y relativos a pares desarrollados.

A pesar del rezago de mediano largo plazo, valorizaciones atractivas y un alto *dividend yield* (~4%), el deterioro en las perspectivas económicas domésticas y globales, el ajuste monetario agresivo y la desaceleración de sus socios comerciales, nos llevan a mantener una posición neutral en acciones británicas.

Estados Unidos: Se aumenta la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* mientras se mantiene asignación en *Growth* y *Small Caps*

El *momentum* económico es negativo, pero mejorando debido a un mercado laboral y consumo que aun muestra fortaleza y sorprende al alza, mientras que la inflación ya habría tocado un *peak*.

La inflación *headline* -o total- se desacelera por segundo mes (8.3% interanual en agosto) y la inflación implícita en las curvas de tasas de interés converge hacia el 2% (*breakevens* de 5 y 10 años se ubican en 2.51% y 2.42% respectivamente). No obstante, lo elevado del nivel de precios y un mercado laboral robusto llevan a que el Fed aun tenga “trabajo por hacer” controlando la inflación, por lo que el ajuste monetario seguiría. El mercado internaliza otra alza de 75 pbs. en septiembre, una de 50 pbs. en noviembre y una de 25 pbs. en diciembre; de esta forma el *Fed Funds Rate* terminaría el año en 4% desde 0.25% a inicios de 2022.

El mercado laboral sigue fuerte, durante agosto la tasa de desempleo subió a 3.7% desde 3.5% en julio y se crearon 315 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas -sobre los 298 mil estimados-, mientras las solicitudes de beneficios de desempleo semanales han comenzado a caer nuevamente. Por su parte, el consumo se modera, al igual que gasto personal, mientras que la confianza del consumidor se recupera, pero se mantiene bajo el promedio del último año.

Entre señales que respaldarían un aterrizaje suave y otras, forzoso, la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro ha tenido en el último mes un *bear steepening* -alzas con empinamiento- y se ha mantenido altamente volátil manteniendo la inversión en el tramo 2-10 años. Luego de un mensaje *hawkish* por parte del Fed en la reunión de Jackson Hole, la curva de tasas de desplazó hacia arriba con fuerza, con la tasa a 10 años llegando a 3.43%, lo que fue potenciado además por una inflación de agosto que se desaceleró menos de lo esperado.

Durante agosto, el aumento de probabilidad de recesión -la mediana de Bloomberg señala que con 50% de probabilidad EE.UU. entre en recesión en los siguientes 12 meses-, alza en las tasas de interés en conjunto con señales de compromiso del Fed de continuar con el ajuste monetario agresivo, llevaron a caídas significativas en las acciones, con las de estilo *growth* cayendo más que las *value*. Este último tipo de acciones continúa mostrando un rezago de largo plazo, con valorizaciones atractivas, logrando traspasar de mejor manera el alza de precios a los consumidores, con mayor exposición a sectores como el financiero y energético. Ante un escenario económico desafiante y una posible recesión se opta por favorecer las acciones de calidad – *quality factor*- las que se caracterizan por sus fundamentos positivos: bajo endeudamiento, alto ROE y crecimiento estable de utilidades, ofreciendo una atractiva relación riesgo/retorno y exposición al segmento “tradicional” del sector tecnológico.

Por su parte, las valorizaciones se alivian durante agosto y el S&P500 sigue transando con descuento en P/U *fwd*. respecto al promedio de 5 años, situación que se repite para las acciones *value* y *small caps*, destacando que las *quality* transan a más de una desviación estándar bajo el promedio. A nivel sectorial, materiales y real estate lucen con mayores castigos, destacándose que real estate y energía como los sectores con mayores correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento de utilidades. Para los siguientes 12 meses se estima un crecimiento de utilidades cercano a 7.7%, el cual se ha corregido a la baja en el último mes desde 8.1% y no estaría internalizando una recesión.

La política se irá tornando más relevante en la medida que se acercan las elecciones intermedias (a mitad de mandato) en noviembre, y se estima que el partido demócrata pierda el control de la Cámara de Representantes. Este año se renueva un tercio del Senado y la totalidad de la Cámara de Representantes.

El *momentum* económico se mantiene negativo y en el contexto actual se privilegia mantener acciones como las de calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*. Sin embargo, éstas últimas podrían ser más defensivas en un ambiente de recesión por su sesgo de calidad. También, dado el significativo descuento en valorizaciones y fundamentos corporativos en general positivos, se decide mantener la sobre exposición a *Small Caps*.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Sin diferencia con respecto a otras economías desarrolladas, el *momentum* económico se vuelve negativo. Las perspectivas son desfavorables, el país tiene un sesgo manufacturero y una alta exposición al sector automotriz, por lo que la desaceleración económica global y los anuncios de nuevos confinamientos en China afectarán el desempeño económico y los márgenes de utilidades de las compañías.

La producción industrial se contrajo en julio por quinto mes consecutivo (-1.8% interanual), mientras que el PMI de manufacturas también retrocede por quinto mes ubicándose en 51.5 pts en agosto. El consumo no logra generar tracción y el PMI de servicios volvió a terreno de contracción económica (49.5 pts.).

En cuanto a política monetaria, la inflación se ubicó en 2.6% anual en julio sin acelerarse a niveles comparables de otras economías desarrolladas (inflación subyacente en 0.4% interanual). De esta forma, el Banco de Japón mantendría una política monetaria expansiva por un largo período, más prolongado que sus pares globales. Debido a lo anterior, el diferencial de tasas de interés con respecto a pares desarrollados está generando una fuerte salida de flujos desde el país, lo que, en conjunto con términos de intercambio desfavorables, han llevado a una depreciación del yen cercana a 20% en lo corrido del año. El debilitamiento de la moneda si bien beneficia al sector exportador, también encarece el costo de vida y lleva a que los consumidores sean aún más cautelosos con el gasto.

Con respecto al sector corporativo, para 2022 se espera una contracción de utilidades cercana a 6%, dato que se compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a economías avanzadas, sin embargo, se han observado salidas de fondos en lo corrido del año (ETFs y fondos).

Si bien en cierta medida las acciones japonesas funcionan como refugio ante eventos de mayor aversión al riesgo, los fundamentos económicos y corporativos se deterioran, el índice accionario presenta una alta exposición a consumo discrecional y tecnología, lo que nos lleva a mantener la subexposición a acciones japonesas para favorecer regiones y/o países donde hay mejores perspectivas y potencial de capturar valor.

Acciones Emergentes: Se lleva China de *OW* a neutral, se mantiene la sobreexposición en LatAm, el *UW* en Asia EM ex China y el neutral EMEA

Durante agosto, algunos mercados emergentes lograron desacoplarse del desempeño negativo observado de manera transversal en países desarrollados. China logró retornos levemente positivos, pero en lo que va de septiembre ha caído con fuerza, producto de nuevas cuarentenas impuestas en importantes ciudades, lo que deteriora las perspectivas económicas y nos hace **neutralizar la posición en China**. Con respecto a **Asia EM ex China**, el sesgo exportador de varias economías y el fuerte vínculo comercial con China, con excepción de aquellas productoras de *commodities*, nos llevan a **mantener el *UW***. Por el lado de **Latinoamérica**, con sus valorizaciones golpeadas y la menor incertidumbre política en algunas economías, decidimos **mantener el *OW***. Por su parte, las mejores perspectivas para algunas economías, pero la intensificación de la crisis energética en Europa nos hace **mantener la posición neutral en EMEA**.

América Latina: Se mantiene el *overweight*

Latinoamérica en lo que va del año continúa siendo la región más defensiva entre los mercados globales, y a pesar de esto todavía existe un rezago relevante de mediano y largo plazo en relación con índices globales. A su vez, las valorizaciones se encuentran en niveles muy atractivos, transando en torno a mínimos históricos. Además, el precio de los *commodities* tendría soporte estructural beneficiando a la región, junto a Bancos Centrales que se acercarían al final del ajuste monetario. Bajo este contexto, se decide **mantener la sobreexposición**.

En el caso de **Brasil**, la actividad económica de junio sorprendió al crecer 3.1% interanual, mientras que los PMIs de manufacturas y servicios persisten en terreno de expansión económica por sexto mes consecutivo (51.9 y 53.9 pts. en agosto). Por su parte, la inflación de agosto se vuelve a desacelerar siendo 8.7% a doce meses e implicando un retroceso de 0.4% respecto a julio, dado los recortes de impuestos en combustibles y electricidad, por lo que se espera que en septiembre se tenga otra vez una deflación mensual. De todas formas, el mercado estima que en la próxima reunión de septiembre el Banco Central eleva la tasa Selic en 25 bps hasta 14%. En comercio internacional, las exportaciones registraron un nivel récord en agosto, con una expansión de 8.8% respecto a 2021. En el escenario político, se acercan las elecciones presidenciales de octubre y el expresidente Lula Da Silva mantiene el liderazgo de las preferencias en el promedio de encuestas con 44% -frente al 32% del presidente Jair Bolsonaro-. Por otra parte, en agosto se registraron entradas netas de flujos a fondos e ETFs por ~2.0% del total de activos gestionados. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U *fwd.* y P/VL bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos - y relativos a la región en el caso de la primera-. Dado lo anterior, con perspectivas positivas de la economía, valorizaciones en niveles atractivos y con flujos relevante entrando al país, **se decide mantener la sobreexposición a acciones brasileñas**.

En **México** el mercado laboral se mantiene sólido con la tasa de desempleo de julio registrando 3.4%, mejor a lo esperado con la creación de más de 157,000 empleos formales. Por su parte, las presiones inflacionarias siguen presente con el registro de agosto llegando hasta 8.7% a doce meses, el mayor nivel en 22 años, por lo que se espera que Banxico eleve la tasa de política monetaria en 50 pbs. hasta 9.0% en la reunión de septiembre. Asimismo, el peso

mexicano se apreció 1.1% en agosto, siendo la segunda moneda de mejor desempeño en la región, mientras que el país sigue liderando la entrada de flujos a la región durante el año (~6.8% del total de activos gestionados). Por otra parte, dada la tendencia hacia la desglobalización el país tiene un soporte estructural de *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica). Lo anterior, ha mejorado su relación comercial con EE.UU. cuyas exportaciones hacia éste crecieron 18.5% interanual en julio y se han incrementado 17% en lo que va del año. En cuanto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años en términos absolutos -esta última por más de 1 desviación estándar-. Bajo este contexto de buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

Chile tuvo plebiscito el 4 de septiembre para aprobar o rechazar la propuesta de nueva constitución, ganando la opción rechazo con más de 60% de los votos, una brecha superior a lo que proyectaban las encuestas (24 pts.). Lo anterior, señala una postura de la población en contra de la radicalización, lo que fue entendido por el gobierno al realizar un cambio de gabinete en 6 ministerios, incorporando en general a personajes asociados a la izquierda tradicional, buscando entregar una señal de moderación. Si bien se continuará con un nuevo proceso constitucional, en el cual la alternativa que lidera las encuestas corresponde a una convención constituyente mixta con convencionales elegidos a través de una elección junto al apoyo de un comité de expertos, se reduce la incertidumbre en el país dado que se espera que el nuevo proceso incluya propuestas más moderadas que el anterior. En el lado económico, continúa una desaceleración en la actividad económica, creciendo en julio 1.0% anual, siendo el peor desempeño desde febrero de 2021. No obstante, el gobierno desarrolló un plan para favorecer la inversión en el país, tanto local como extranjera, para así volver a dinamizar la inversión que había sido afectada por los altos niveles de incertidumbre. Por su parte, la inflación vuelve a sorprender al alza llegando a 14.1% a doce meses, provocando que el Banco Central subiera la tasa de referencia en 100 bps hasta 10.75%, llegando al rango máximo de su escenario base. Por otra parte, con la proyección de las encuestas a favor del rechazo y su triunfo regresó el optimismo a los inversionistas, teniendo entradas de flujos netos a fondos y ETF's en torno ~4.8% del total de activos gestionados en agosto. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos ubicándose bajo su promedio de 5 años – la primera por más de 2 desviaciones estándar-. Bajo este contexto menor incertidumbre local y regreso de flujos al país, se decide **llevar a overweight las acciones chilenas.**

Por el lado de **Colombia**, el PIB del segundo trimestre creció 12.6% interanual, sobre lo esperado, mientras que el mercado laboral vuelve a mostrar recuperación con la tasa de desempleo urbano de julio cayendo a 11.3%. No obstante, la inflación sigue sorprendiendo al alza llegando a 10.8% a doce meses, siendo el mayor registro desde abril de 1999, por lo que en la reunión de política monetaria de septiembre se estima que el Banco de la República realice un incremento de 150 bps. para llevar la tasa de referencia hasta 10.5%. En comercio internacional, el precio del petróleo (Brent) -principal exportación del país- presentó caídas en torno a 9.2% en agosto y 31.4% en los últimos 3 meses. Por el lado político, el 7 de agosto asumió Gustavo Petro como presidente, quien ha mostrado señales de moderación tales como el nombramiento como ministro de Hacienda a José Ocampo y 4 personas que formaron parte de gobiernos previos (de derecha), y enviar al Congreso un proyecto de reforma tributaria más realista que busca recaudar 2.5% del PIB -originalmente se planteó 5%-. No obstante, el mercado no ha recibido de manera positiva el nuevo gobierno y hubo salidas de flujos netas a fondos e ETF'S por ~0.7% del total de activos gestionados en agosto. Respecto a valorizaciones, permanecen en niveles atractivos tanto en términos absolutos como relativos a la región, con las razones P/U *fwd.* y P/VL bajo sus promedios de 5 años por más de 1 desviación estándar. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas y buenos niveles de actividad, pero contrastado con alta incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal y volatilidad global en torno a los *commodities* energéticos, se decide **mantener neutral la exposición en acciones colombianas.**

En el **Perú** la actividad sigue desacelerándose con el PIB del segundo trimestre creciendo 3.5% anual, menor a lo esperado por el mercado. Por su parte, la inflación de Lima en agosto fue 8.4% a doce meses, provocando que el Banco de la Reserva elevara la tasa de política monetaria 25 bps hasta 6.75%. La entidad monetaria sorprendió con un alza menor a la esperada por el mercado, adoptando un tono más *dovish* luego de que la inflación mostrara una

leve desaceleración. No obstante, de igual manera continuará el ajuste monetario, estimando alzas de 25 bps en las próximas reuniones y se espera que la tasa de referencia llegue hasta 7.5% a fin de año. En el escenario político, persiste una tensa relación entre el ejecutivo y el congreso ya que el presidente Castillo tiene suficiente apoyo para bloquear las mociones de vacancia, pero no para aprobar reformas radicales. Lo anterior mantiene un gran descontento en la ciudadanía, teniendo una tasa de desaprobación en agosto para el presidente y el congreso de 70% y 80%, respectivamente. Por otra parte, el gobierno mantiene una mesa de negociación con las comunidades aledañas a la minera Las Bambas, quienes han provocado diversas paralizaciones durante el año, estimándose una caída de 30% en la producción de cobre durante el primer semestre. Asimismo, el precio del cobre – una de las principales exportaciones del país- cayó 1.7% en agosto y acumula una caída de 23% en los últimos 3 meses. Por otra parte, el sol peruano tuvo una apreciación de 1.9% en agosto, siendo la moneda de mejor desempeño en la región. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd*. como P/VL transan bajo su promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativos a la región. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con un complejo escenario político que genera problemas de gobernabilidad y riesgo de movilizaciones sociales, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas.**

La economía de **Argentina** sigue desacelerándose, creciendo en junio 6.4% anual y la producción industrial de julio creciendo 5.1% a doce meses, bastante inferior a la expansión de 6.9% en mayo. Asimismo, la inflación sigue sorprendiendo a alza llegando en julio a 71% interanual, y se proyecta que la inflación acumulada a fin de año se ubique en ~99%. Por otra parte, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- tiene una tendencia a la baja cayendo 7.9% en agosto. En el escenario político, se nombró viceministro en el ministerio de economía a Gabriel Rubinstein, lo que se consideró una señal positiva para el mercado, dada su trayectoria como economista más “ortodoxo” -destacando haber sido ministro del gobierno de Lavagna participando en la restructuración de deuda con el FMI- y haber sido crítico del Kirchnerismo. No obstante, aún existe un panorama muy complejo para poder cumplir con las metas trimestrales acordadas con el FMI. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y problemas de gobernabilidad, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se lleva a neutral desde *OW*

Agosto terminó en China con fuertes rebotes de COVID-19 que derivaron en la imposición de nuevas medidas de cuarentena estricta de parte de las autoridades en importantes ciudades como Chengdú y Shenzhen. Esto ralentiza las construcciones e intensifica la crisis inmobiliaria que se desató hace un par de meses. El Congreso del Partido Comunista comenzará el 16 de octubre, antes de eso no se espera un cambio en el foco de la política sanitaria.

El PMI Caixin de manufacturas pasó a terreno contractivo en agosto, principalmente por los cortes de energía en Sichuan producto de las sequías. Por el lado de los estímulos, se anunció un paquete de RMB 1 millón de millones de yuanes (~USD 146 mil millones), principalmente enfocado en infraestructura, y entregando la mitad de ese estímulo a gobiernos locales para apoyar al sector. En política monetaria, el Banco Central recortó nuevamente las tasas de préstamos de 1 y 5 años, concentrándose en esta última que es la que guía la tasa de los créditos hipotecarios, recortándola 15 bps., hasta 4.3%. El aumento del diferencial de tasas con EE.UU. ha golpeado la moneda.

En cuanto al mercado, las expectativas de utilidades se siguen recortando, tanto para este año como para el próximo, mientras que las valorizaciones se encuentran aún más descontadas, en particular en el índice *offshore*, pero el atractivo disminuye al ajustarlas por riesgo. En definitiva, para septiembre no se ve un catalizador al alza claro que vaya a dar soporte al mercado accionario chino por sobre otras regiones, por lo que se decidió **llevar a neutral la sobreexposición que traía el posicionamiento de agosto.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el *UW*

En agosto, el mercado asiático registró retornos mixtos que contrastan con los negativos de los mercados más grandes del mundo. Destacan algunos países como Corea del Sur, China y Taiwán con caídas más pronunciadas, sus

valorizaciones no se ven particularmente atractivas, y menos al ajustarlas por riesgo. Mantener la subexposición conversada con la posición neutral en China, ya que algunas de estas economías dependen significativamente de la actividad económica china. Por su parte, los países que no habían comenzado con su ajuste monetario lo hicieron, y las presiones inflacionarias continúan latentes. Con respecto a los *commodities*, agosto tuvo caídas en los precios de manera casi transversal, pero aún en niveles altos, que junto con la crisis energética entrega un soporte para seguir favoreciendo a los países exportadores de materias primas en el posicionamiento. En este escenario, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China.**

El mercado accionario de **India** volvió a mostrar un desempeño superior al resto de los emergentes en agosto (~3.9% en USD), presionando las valorizaciones, pero que al ajustarlas por premio por riesgo se mantienen bajo su promedio histórico. Por el lado de la inflación, en agosto ya mostró una desaceleración y se ubicó en 6.7% interanual, aún sobre la meta del Banco Central. Sin embargo, el gobierno anunció un impuesto de 20% a la exportación de ciertas variedades de arroz (~60% de las exportaciones de arroz) dadas las alzas de precio locales que se estiman en alrededor de 9%. En este contexto, la autoridad monetaria volvió a subir la TPM en 50 pbs. en agosto a 5.4%, demostrando su claro compromiso con frenar la inflación y mostrando alzas acumuladas por 140 pbs. desde abril de este año. Por su parte, el PMI manufacturero de agosto se ubicó en 56.2 pts., levemente bajo el de julio, pero aún en terreno de amplia expansión y sobre los otros mercados de Asia emergente. **Dado lo anterior, se decide reducir levemente la subexposición en acciones indias.**

Por el lado de **Corea del Sur**, las perspectivas económicas se han seguido deteriorando. El PMI manufacturero de agosto mostró caídas más aceleradas que en julio, arrastrado por los indicadores de producto y nuevas órdenes, y con la confianza de los empresarios en mínimos de 10 meses. Por el lado del consumidor, se observó una leve recuperación de la confianza, pero aún en terreno pesimista. La inflación comenzó a ceder en agosto ubicándose en 5.7% interanual, en tanto el Banco Central ha aumentado la tasa de referencia en siete ocasiones desde julio del año pasado, y en agosto de este año la llevó a 2.50%. Sin embargo, esta economía tiene un importante sesgo exportador y en agosto los envíos al exterior mostraron un crecimiento acotado (6.6% en términos interanuales), y las exportaciones de semiconductores retrocedieron 7.8%. Las perspectivas para esta industria han continuado deteriorándose y con la caída en los mercados, las valorizaciones se ubican en torno a 1 desv. estándar bajo su promedio histórico. Por último, las perspectivas de utilidad se han corregido a la baja para el cierre de este año y el próximo. Con todo, **se decide mantener el UW en acciones surcoreanas.**

Por el lado de **Taiwán**, el *momentum* económico es negativo, mostrando el PMI manufacturero más deteriorado de Asia emergente. Además, esta economía también tiene un sesgo exportador y se concentra en la producción de semiconductores, industria con perspectivas golpeadas. A pesar de que el índice de Taiwán transa con una razón P/U *fwd.* más de 2 desv. estándar bajo su promedio histórico, al ajustarla por riesgo deja de lucir barato y pasa a transar en torno a su promedio. Las perspectivas de utilidades se corrigen a la baja y se ha visto una salida de flujos significativa de su ETF más representativo en los últimos doce meses. Con lo anterior, **se decide llevar a un leve UW la posición neutral que se traía en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, la bolsa de **Indonesia** continúa con un *outperformance* en lo que va del año con respecto a los otros países, que se ha mantenido durante la primera semana de septiembre, junto con un alza en el precio del carbón. Su PMI manufacturero continúa en terreno positivo y acelerándose, en tanto la autoridad monetaria comenzó en agosto con el ajuste monetario para frenar las leves presiones inflacionarias que enfrenta la economía. Por el lado de **Tailandia**, el *momentum* continúa positivo, con un PMI de manufacturas que sube en agosto. El mercado tailandés rentó USD 5.0% en agosto, y continúa con valorizaciones transando en torno a 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años, incluso ajustando por riesgo. Con todo lo anterior, se decide **aumentar levemente la sobreexposición en Indonesia y mantener el neutral en Tailandia.**

EMEA: Se mantiene neutral

En agosto, los mercados de EMEA mostraron caídas casi generalizadas, en línea con el retroceso del precio del petróleo de ~10%. Los *commodities* energéticos continúan enfrentando fuerzas contrarias; por un lado, el deterioro de las perspectivas económicas a nivel global debiera tener un efecto negativo en sus precios, mientras que la crisis energética que se ha intensificado en lo más reciente le entrega un soporte estructural ante la menor oferta disponible para la Zona Euro a medida que se acerca el invierno. Por su parte, las valorizaciones que lucen más atractivas se concentran en Europa Emergente, cuyas perspectivas económicas han seguido deteriorándose. Lo anterior, nos lleva a **mantener la exposición neutral a EMEA**.

Las exportaciones de la **economía sudafricana** se concentran en metales preciosos y su mayor socio comercial es China. Si bien se actividad se mantiene resiliente y las valorizaciones lucen atractivas, las perspectivas no son positivas y las utilidades esperadas para este año y el próximo continúan corrigiéndose a la baja. Con lo anterior, se decide **mantener la exposición neutral en acciones sudafricanas**.

La inflación en la **economía turca** sigue sin control y superó el 80% en doce meses durante agosto. Incluso con estas presiones, la autoridad monetaria decidió recortar la tasa de referencia en 100 pbs. en su reunión de agosto hasta 13%. El PMI de manufacturas de agosto mostró cayó y se mantiene en terreno contractivo y las valorizaciones (P/U *fwd.*) se ubican en torno a una desv. estándar bajo su promedio, incluso ajustadas por riesgo. Sin embargo, el negativo panorama económico nos lleva a mantener **la subexposición en acciones turcas**.

Se mantiene el UW en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La actividad continúa golpeada, en particular en Polonia, en línea con perspectivas más deterioradas del resto del continente. Las valorizaciones se encuentran muy descontadas con respecto a su historia, pero continúa la salida de flujos de fondos e ETFs.

Con respecto a la economía **saudí**, en agosto el mercado continuó mostrando ganancias y avanzó en torno a USD 2.1%. La economía sigue resiliente, mostrando un PMI manufacturero de 57.7 pts. en agosto, mayor que en julio y en terreno de amplia expansión económica. Por el lado de los precios, la inflación de julio se ubicó en 2.7% en doce meses, aún sin mostrar presiones inflacionarias. Con todo, se decide **mantener la sobreexposición a Arabia Saudita**.

Renta Fija

US Treasuries: neutral en bonos nominales y se disminuye la exposición en TIPS, bajando a neutral

El Fed continua con su política monetaria contractiva y reafirma su compromiso de mantener el alza de tasas hasta frenar la inflación, en este contexto, y considerando las próximas reuniones de política monetaria, las tasas de interés de corto y largo plazo han aumentado considerablemente los últimos meses. Debido a esto, la curva de rendimientos de bonos del tesoro de 2 y 10 años se mantiene inversa, y a su vez, aumenta la brecha producto de mayores alzas relativas en los tramos cortos. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación en bonos del tesoro, siguen cayendo en el último mes reflejando que las expectativas de inflación se comienzan a anclar. Dado lo anterior, a pesar de su condición de activo refugio frente a eventos de cola, se decide mantener neutral en *treasuries* por la elevada volatilidad en la curva de tasas, mientras que se lleva a neutral la sobreexposición a TIPS, viendo una disminución en el riesgo inflacionario.

US Mortgages: se aumenta exposición, pasando de neutral a overweight

A pesar de las recientes alzas de tasa de interés y su efecto en el encarecimiento del financiamiento, el sector financiero muestra fortaleza corporativa y los hogares finanzas saludables. Por su parte, el mercado laboral se mantiene resiliente, con la creación de empleo en niveles estables y una tasa de desempleo relativamente baja. En este sentido, se decide aumentar la exposición en *US Mortgages* pasando de neutral a *OW*.

US Investment Grade: se mantiene el overweight

En la situación macroeconómica actual, la mayor calidad crediticia y un *yield* real de 2.3% hacen que el *Investment Grade* norteamericano continúe siendo una opción atractiva en términos de riesgo/retorno, ofreciendo una mayor protección en un escenario recesivo, debido a esto se decide mantener el *OW* en *US IG*.

US High Yield: se mantiene el overweight

A pesar del aumento en las probabilidades de recesión en EE.UU y la expansión de los *spreads* en un escenario recesivo, el *High Yield* estadounidense presenta un *yield* real de 5.85% atractivo en comparación a otras subclases de activo y con una calidad crediticia mayor a otras alternativas *High Yield*. A partir de lo anterior, y dado la buena combinación riesgo/retorno, se mantiene el *OW* en *US HY*.

Europe Broad: se mantiene el underweight

En el caso de Europa, se mantiene un escenario macroeconómico complejo, además de la exposición a la guerra en Ucrania, las crecientes presiones inflacionarias y la desaceleración económica, se le suma la crisis energética por la que está pasando la región. Lo anterior, junto con un *yield* poco atractivo en comparación a otras subclases de activos, nos lleva a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: se mantiene el neutral

Similar al caso anterior, pero a pesar del *underweight* general que se tienen en Europa. La mejor combinación riesgo/retorno del *High Yield* versus *Investment Grade* nos lleva a mantener la posición neutral en *Europe HY* en un contexto macroeconómico desafiante.

Japan Broad: underweight

El índice ofrece un *yield* real menor a cero (-0.66%), una larga duración superior a 9 años y un ambiente macroeconómico desfavorable. Dado esto, se mantiene la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: se mantiene el overweight en bonos corporativos

La deuda emergente se mantiene dentro las alternativas más atractivas en renta fija, ya que ofrece un mayor *yield* en comparación con el mundo desarrollado y cuenta con tasas de *default* esperadas en línea con sus promedios históricos. Por su parte, si bien la deuda soberana *high yield* exhibe un *yield* de más de 12%, su calidad crediticia inferior frente a otras alternativas hace que en términos de riesgo/retorno sea menos atractiva. Dado lo anterior, se favorece la deuda corporativa emergente por sobre la soberana tanto en *High Yield* como en *Investment grade*, principalmente en LatAm en donde las compañías exhiben buena salud corporativa y los retornos se mostraron más resilientes a las caídas del mes pasado. Por el lado de *local markets*, la fortaleza del dólar el último mes dificulta tomar posición por una apreciación significativa de monedas emergentes. En línea con lo anterior, este mes se decide mantener el *OW* tanto en deuda corporativa *High Yield* como en *Investment grade*, mientras que se mantiene neutral en *local markets* y deuda soberana.

Exposición a monedas – septiembre 2022

| Monedas | Bench. | Agosto | Septiembre | OW/UW | Cambio |
|---------|--------|--------|------------|-------|--------|
| USD | 41.8% | 49.7% | 51.3% | OW | 9.5% |
| EUR | 17.5% | 12.1% | 12.3% | UW | -5.2% |
| GBP | 1.5% | 1.5% | 1.3% | UW | -0.1% |
| JPY | 6.4% | 2.6% | 2.7% | UW | -3.7% |
| GEMs | 33.0% | 34.2% | 32.4% | UW | -0.5% |
| | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | -1.8% |

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 tomó cobertura de monedas.

Resultados TAACo Global – Agosto 2022

| 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% | -2.4% | -1.2% | -1.1% | 0.0 | 8.0 |
| Renta Fija | 50% | 50% | 0% | -2.3% | -1.2% | -1.0% | 0.0 | 20.1 |
| Caja | 0% | 0% | 0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | |
| Oro | 0% | 0% | 0% | -2.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | |
| CoBERTura | | | | | | 0.0% | 0.0 | |
| Portafolio | | | | | -2.36% | -2.08% | 0.0 | 28.1 |
| <i>Outperformance / Underperformance (bps)</i> | | | | | | | | 28.1 |
| Europe ex UK | 13.1% | 10.5% | -2.6% | -6.5% | -0.85% | -0.68% | 10.6 | |
| Europe Small Cap ex UK | 1.4% | 0.0% | -1.4% | -7.3% | -0.10% | 0.00% | 6.9 | |
| UK | 2.9% | 2.9% | 0.0% | -6.5% | -0.19% | -0.19% | 0.0 | |
| US Large Cap Growth | 14.3% | 16.3% | 2.0% | -5.4% | -0.77% | -0.88% | -6.0 | |
| US Large Cap Value | 15.7% | 17.2% | 1.5% | -3.1% | -0.49% | -0.54% | -1.1 | |
| US Small Caps | 4.1% | 5.1% | 1.0% | -2.7% | -0.11% | -0.14% | -0.3 | |
| Japan | 4.8% | 1.8% | -3.0% | -2.6% | -0.12% | -0.05% | 0.5 | |
| Desarrollados | 56.3% | 53.8% | -2.5% | -4.7% | -2.63% | -2.46% | 10.7 | |
| LatAm | 4.1% | 7.3% | 3.2% | 0.0% | 0.00% | 0.00% | 7.5 | |
| LatAm Small Cap | 0.7% | 0.7% | 0.0% | 5.3% | 0.04% | 0.04% | 0.0 | |
| China | 11.8% | 13.1% | 1.3% | 0.2% | 0.03% | 0.03% | 3.4 | |
| EM Asia ex China | 16.5% | 14.5% | -2.0% | 0.5% | 0.08% | 0.07% | -5.7 | |
| EM Asia Small Cap | 4.0% | 4.0% | 0.0% | 1.9% | 0.08% | 0.08% | 0.0 | |
| EM Europe and Middle East | 6.6% | 6.6% | 0.0% | 0.2% | 0.01% | 0.01% | 0.0 | |
| Emergentes | 43.7% | 46.2% | 2.5% | 0.5% | 0.23% | 0.22% | 5.2 | |
| Equities | | | | | -2.40% | -2.24% | 15.9 | |
| US Govt Agencies | 11.3% | 11.3% | 0.0% | -2.5% | -0.28% | -0.28% | 0.0 | |
| US TIPS | 1.4% | 3.0% | 1.6% | -2.7% | -0.04% | -0.08% | -0.5 | |
| US Mortgages | 7.9% | 7.9% | 0.0% | -3.4% | -0.27% | -0.27% | 0.0 | |
| US Corps | 7.1% | 10.0% | 2.9% | -2.9% | -0.21% | -0.29% | -1.8 | |
| US High Yield | 1.7% | 2.3% | 0.6% | -2.3% | -0.04% | -0.05% | 0.0 | |
| Europe Broad | 19.7% | 13.0% | -6.7% | -4.9% | -0.96% | -0.63% | 17.1 | |
| Europe High Yield | 0.7% | 0.7% | 0.0% | -1.5% | -0.01% | -0.01% | 0.0 | |
| Japan Broad | 7.9% | 3.4% | -4.5% | -4.3% | -0.34% | -0.15% | 9.1 | |
| Deuda Desarrollados | 57.7% | 51.6% | -6.1% | -3.7% | -2.15% | -1.77% | 23.9 | |
| EM Sovereign IG | 4.1% | 4.1% | 0.0% | -1.9% | -0.08% | -0.08% | 0.0 | |
| EM Sovereign HY | 6.0% | 6.0% | 0.0% | -0.1% | -0.01% | -0.01% | 0.0 | |
| EM Corporate IG | 3.6% | 6.5% | 2.9% | -0.5% | -0.02% | -0.03% | 5.3 | |
| EM Corporate HY | 6.4% | 9.6% | 3.2% | 1.1% | 0.07% | 0.11% | 11.0 | |
| EM Local Markets | 22.2% | 22.2% | 0.0% | -0.7% | -0.15% | -0.15% | 0.0 | |
| Deuda Emergente | 42.3% | 48.4% | 6.1% | -0.4% | -0.18% | -0.16% | 16.3 | |
| Fixed Income | | | | | -2.33% | -1.92% | 40.2 | |

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de agosto de 2022.

En agosto la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 2.1%, 28 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution análisis* (i) el posicionamiento neutral no generó valor, (ii) la selección de instrumentos generó ganancias principalmente en renta fija, por el posicionamiento corto en bonos *high yield* europeos y largo en corporativos emergentes del mismo tipo. En renta variable la mayor contribución provino de la posición corta en acciones europeas, seguido de la sobre exposición a acciones latinoamericanas.

Desempeño histórico

| TAACo Global | Desempeño | | | | | | | | |
|--------------------------------|-----------|---------|--------|--------|---------|---------|----------|----------------|---------------------|
| | 1 mes | 3 meses | YTD | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio** | Volatilidad 5 años* |
| TAACo | -2.1% | -5.0% | -14.0% | -15.5% | 1.6% | 1.8% | 3.6% | 6.4% | 9.6% |
| Benchmark | -2.4% | -4.8% | -16.1% | -17.4% | 0.5% | 0.9% | 2.8% | 4.6% | 9.1% |
| Out/Under perf. (bps) | 28 | -18 | 203 | 190 | 111 | 90 | 87 | 185 | |
| Acciones | -2.2% | -6.8% | -18.7% | -20.0% | 4.4% | 2.5% | 5.1% | 4.3% | 14.2% |
| Benchmark | -2.4% | -6.3% | -19.2% | -20.2% | 4.1% | 2.4% | 4.9% | 3.6% | 14.1% |
| Europe ex UK | -6.5% | -11.8% | -26.7% | -27.0% | 0.1% | -0.9% | 3.2% | 2.4% | 18.2% |
| Europe Small Cap ex UK | -7.3% | -16.0% | -31.2% | -33.4% | 2.5% | -0.5% | 7.0% | 8.9% | 21.8% |
| UK | -6.5% | -11.7% | -13.5% | -11.3% | -1.1% | -2.6% | -1.0% | -0.3% | 17.8% |
| US Large Cap Growth | -5.4% | -1.7% | -24.9% | -22.0% | 14.6% | 14.5% | 14.2% | -- | 20.6% |
| US Large Cap Value | -3.1% | -6.3% | -10.9% | -6.1% | 5.7% | 5.0% | 7.4% | 4.9% | 16.4% |
| US Small Caps | -2.7% | -2.3% | -16.1% | -15.9% | 8.5% | 7.1% | 9.7% | 10.7% | 22.0% |
| Japan | -2.6% | -5.3% | -18.8% | -20.6% | 0.3% | 0.0% | 4.2% | 1.4% | 14.3% |
| Desarrollados | -4.2% | -5.5% | -17.8% | -15.1% | 8.8% | 7.9% | 9.5% | 8.0% | 16.9% |
| LatAm | 0.0% | -13.7% | -0.2% | -15.4% | -6.5% | -5.8% | -5.0% | 5.3% | 30.4% |
| LatAm Small Cap | 5.3% | -11.5% | -2.7% | -18.6% | -6.0% | -5.2% | -6.2% | 8.0% | 32.9% |
| China | 0.2% | -3.3% | -19.5% | -28.2% | -2.2% | -2.3% | 4.7% | 10.8% | 20.0% |
| EM Asia ex China | 0.5% | -7.3% | -16.9% | -17.5% | 10.6% | 5.3% | 6.3% | -- | 18.5% |
| EM Asia Small Cap | 1.9% | -6.7% | -20.1% | -18.8% | 10.5% | 2.5% | 4.2% | 9.3% | 19.3% |
| EM Europe and Middle East | 0.2% | -5.7% | -32.6% | -33.6% | -7.8% | -6.0% | -5.7% | 1.7% | 20.9% |
| Emergentes | 0.4% | -6.5% | -17.5% | -21.8% | 2.7% | 0.6% | 2.9% | 10.7% | 16.9% |
| Renta fija | -1.9% | -3.1% | -12.6% | -14.3% | -2.9% | -0.5% | 0.8% | 5.6% | 5.5% |
| Benchmark | -2.3% | -3.3% | -12.9% | -14.7% | -3.5% | -1.0% | 0.4% | 4.7% | 5.4% |
| US Govt Agencies | -2.5% | -1.8% | -10.0% | -10.8% | -2.2% | 0.3% | 0.8% | 4.6% | 4.6% |
| US TIPS | -2.7% | -1.6% | -7.5% | -6.0% | 2.7% | 3.2% | 1.7% | 6.3% | 4.8% |
| US Mortgages | -3.4% | -1.9% | -9.1% | -9.7% | -2.0% | 0.1% | 1.1% | 4.7% | 3.7% |
| US Corps | -2.9% | -2.6% | -14.2% | -14.9% | -2.1% | 1.0% | 2.3% | 6.3% | 7.1% |
| US High Yield | -2.3% | -3.5% | -11.2% | -10.6% | 1.0% | 2.6% | 4.5% | 9.1% | 8.8% |
| Europe Broad | -4.9% | -3.3% | -13.0% | -14.4% | -5.1% | -1.3% | 1.5% | 4.6% | 5.0% |
| Europe High Yield | -1.5% | -3.5% | -11.3% | -11.4% | -1.2% | 0.7% | 4.3% | 8.4% | 9.0% |
| Japan Broad | -4.3% | -7.9% | -19.2% | -23.1% | -10.3% | -4.7% | -4.7% | 0.5% | 7.7% |
| Deuda Desarrollados [1] | -3.4% | -2.9% | -12.0% | -12.9% | -1.0% | | | | |
| EM Sovereign IG | -1.9% | -1.8% | -17.1% | -17.6% | -3.9% | 0.2% | 1.8% | 8.0% | 8.2% |
| EM Sovereign HY | -0.1% | -6.4% | -17.4% | -20.6% | -5.0% | -3.2% | 1.3% | 9.3% | 13.7% |
| EM Corporate IG | -0.5% | -1.6% | -13.3% | -14.1% | -2.1% | 0.9% | 2.3% | -- | 5.4% |
| EM Corporate HY | 1.1% | -3.6% | -16.1% | -19.8% | -2.6% | 0.1% | 3.5% | -- | 9.5% |
| EM Local Markets | -0.7% | -3.2% | -9.5% | -12.1% | -2.0% | -1.2% | -0.7% | -- | 10.7% |
| Deuda Emergentes [1] | -0.3% | -3.3% | -13.3% | -15.8% | -3.1% | | | | |
| Caja | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 1.1% | 0.6% | 1.7% | 0.3% |
| Oro | -2.1% | -6.7% | -5.0% | -5.5% | 3.9% | 5.5% | 0.4% | 12.4% | 13.1% |

* 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 | 2022e | 2023e | | 2022e |
| DM | 15.0x | 14.9x | 2.0% | 2.8x | 2.2x | 13% | 6% | 17% | 1.2 |
| US | 17.0x | 16.0x | 2.0% | 4.0x | 2.9x | 18% | 8% | 28% | 0.9 |
| Europe | 11.3x | 13.0x | 4.0% | 1.7x | 1.7x | 13% | 3% | 12% | 0.9 |
| Japan | 12.3x | 14.7x | 3.0% | 1.3x | 1.3x | -6% | 4% | 9% | -2.1 |
| EM | 10.9x | 11.5x | 3.0% | 1.6x | 1.8x | -5% | 6% | 12% | -2.2 |
| EM Asia | 11.6x | 12.2x | 3.0% | 1.6x | 1.8x | -4% | 8% | 12% | -2.9 |
| CEEMEA | 10.8x | 9.3x | 4.0% | 1.8x | 1.5x | -34% | 6% | 25% | -0.3 |
| LatAm | 7.2x | 11.9x | 9.0% | 1.6x | 1.9x | 21% | -7% | 22% | 0.3 |
| China | 10.6x | 11.6x | 3.0% | 1.4x | 1.9x | -1% | 15% | 11% | -10.6 |
| S. Korea | 8.3x | 9.8x | 3.0% | 1.0x | 1.2x | -8% | 1% | 12% | -1.0 |
| Taiwan | 10.7x | 14.4x | 4.0% | 2.0x | 1.9x | -1% | -4% | 21% | -10.7 |
| India | 21.3x | 17.0x | 2.0% | 3.7x | 3.2x | 4% | 19% | 14% | 5.3 |
| Indonesia | 14.6x | 14.1x | 4.0% | 2.6x | 3.3x | 18% | 5% | 17% | 0.8 |
| Malaysia | 13.8x | 14.9x | 4.0% | 1.5x | 1.9x | 1% | 13% | 11% | 13.8 |
| Thailand | 17.8x | 13.4x | 3.0% | 2.2x | 2.1x | -1% | 8% | 10% | -17.8 |
| Philippines | 15.4x | 16.3x | 2.0% | 1.8x | 2.5x | 16% | 21% | 9% | 1.0 |
| S. Africa | 7.9x | 12.2x | 6.0% | 1.6x | 2.3x | 7% | 12% | 19% | 1.1 |
| Turkey | 4.6x | 8.1x | 6.0% | 1.4x | 1.4x | 55% | -10% | 22% | 0.1 |
| Poland | 6.5x | 11.6x | 5.0% | 0.8x | 1.4x | -10% | -11% | 13% | -0.7 |
| Czech R. | 9.0x | 12.4x | 8.0% | 1.9x | 1.7x | 116% | 12% | 19% | 0.1 |
| Saudi | 16.5x | 14.4x | 3.0% | 2.7x | 2.1x | 24% | 6% | 32% | 0.7 |
| UAE | 13.1x | 11.5x | 4.0% | 1.9x | 1.4x | -9% | 10% | 13% | -1.5 |
| Brazil | 6.2x | 10.8x | 12.0% | 1.6x | 1.8x | 15% | -9% | 28% | 0.4 |
| Mexico | 11.4x | 15.0x | 4.0% | 1.7x | 2.6x | 16% | 7% | 19% | 0.7 |
| Chile | 9.2x | 15.2x | 8.0% | 1.6x | 1.9x | 98% | -19% | 16% | 0.1 |
| Colombia | 5.7x | 13.2x | 12.0% | 1.1x | 1.6x | 38% | 4% | 31% | 0.2 |
| Peru | 8.9x | 12.6x | 5.0% | 1.5x | 2.9x | 33% | 6% | 20% | 0.3 |

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 31 de agosto de 2022

* 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 aquellas expresadas en el presente informe.