

Noviembre 2021

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Octubre	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.8%	-0.3%	4.5%	17.0%	9.4%	7.5%	5.6%	7.5%	9.4%
Benchmark	1.2%	-0.1%	3.5%	14.6%	9.2%	6.8%	4.9%	5.7%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	53	-14	100	244	20	69	71	170	
Acciones	3.2%	0.7%	9.4%	29.9%	13.3%	10.6%	7.6%	5.7%	14.0%
Benchmark	3.1%	1.5%	10.0%	30.3%	13.4%	10.6%	7.4%	5.0%	13.9%
Renta Fija	-0.6%	-1.6%	-2.3%	1.5%	5.2%	3.3%	2.6%	6.5%	5.2%
Benchmark	-0.6%	-1.8%	-2.8%	0.3%	4.6%	2.8%	2.2%	5.6%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	1.5%	-3.1%	-6.3%	-6.0%	13.3%	6.8%	0.3%	12.6%	13.4%

Resultados al 31 de octubre de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Desaceleración de medio ciclo... y más de lo mismo

En la versión del mes pasado de este documento analizamos los temas que golpearon a los mercados en septiembre, luego del verano del hemisferio norte: la inflación y tasas de interés al alza, la crisis energética global y los problemas del mercado inmobiliario chino. En octubre los mercados se estabilizaron, los activos de riesgo rebotaron y los temores disminuyeron.

Las tasas de interés se han estabilizado; esto no quiere decir que no estén subiendo, ello está acorde a la etapa del ciclo en que estamos, lo que es clave es que dichas alzas sean graduales y paulatinas en el tiempo. Además, los mercados estuvieron impulsados por los positivos resultados corporativos que siguieron sorprendiendo positivamente, aunque, tanto los comentarios sobre las perspectivas o *guidances* y los indicadores líderes de actividad económica señalan una desaceleración para los trimestres siguientes.

Comienzan a sentirse los síntomas de la desaceleración de la etapa en que entra este ciclo económico luego de haber llegado a su *peak* en el segundo trimestre de este año. Esto se da de diferentes maneras en las distintas regiones y países, que se encuentran en fases acorde a cuándo comenzaron la recuperación post shock pandemia. El covid-19 está bajo control, en mayor o menor medida, con ciertos rebrotes y el sempiterno -pero muy bajo- riesgo del surgimiento de nuevas variantes más agresivas que pudieran ser disruptivas. No obstante, la investigación científica y las vacunas -prontamente píldoras- también avanzan y permiten un control más efectivo, además que éstas últimas cubren rápidamente cada vez a una mayor población y ya comienzan las vacunas de refuerzo en muchas partes del mundo.

La inflación sigue en su proceso de aceleración, impulsado por los aumentos de algunas variables que estaban rezagadas, primero "saltó" el consumo y luego los salarios; además la escasez de energía y varios productos ejerce presiones adicionales. La inflación tiene componentes cíclicos y otros estructurales; no obstante, existen factores que prevendrían una inflación "pegajosa", como los grandes saltos en productividad que se estarían dando en el contexto de la revolución digital que experimenta la economía y todos los aspectos del funcionamiento del mundo actualmente. El nivel de aceleración en la adopción de tecnología sin precedentes en todo ámbito agrega una potente fuente o *driver* de crecimiento que se convierte en un positivo factor de impulso para las perspectivas económicas y corporativas.

Los principales bancos centrales, encabezados por el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), están dejando que la inflación esté por encima de sus metas, por un periodo de tiempo razonable, tal como lo han manifestado. Asimismo, y en la medida que no se arriesgue a

Índice

Desaceleración de medio ciclo... y más de lo mismo 1

Posicionamiento TAACo Global 3

Resultados 13

Desempeño 14

Valorizaciones 15

En octubre los mercados rebotaron en la medida que se disiparon parte de los riesgos...

Tasas de interés se estabilizan y reportes corporativos sorprenden al alza, aunque se estima un menor ritmo de crecimiento económico

Covid-19 está bajo control en la mayoría de los países y la ciencia acota el riesgo de rebrotes y nuevas variantes

Inflación se acelerado, pero aumento en la productividad derivado de la revolución digital post pandemia prevendría efectos mayores

Estímulos monetarios serán retirados en forma



la economía global, los planes de retiro de estímulos y cautelosos aumentos de las tasas de interés de referencia se preparan para implementarse, según lo que sea más indicado para cada caso.

gradual sin arriesgar el crecimiento global

En el escenario mencionado, con tasas de interés reales aún bajas o negativas, inflación presente y el riesgo que ello conlleva, se sigue favoreciendo la inversión en acciones respecto de la renta fija, activos reales en general y también la asignación de una porción de la cartera en coberturas, como oro y *cash*. Se debe tener en cuenta que lo más probable es que la volatilidad prevalezca, ya que estamos en la mitad natural del ciclo económico, pero frente a tasas de interés muy bajas o negativas, que lo hacen frágil ante una inflación que pudiera dispararse.

Tasas de interés reales negativas y mayor inflación llevan a favores RV sobre RF

En cuanto a la selectividad, hay que tomar en cuenta las grandes divergencias que hay en el desempeño histórico de las diversas clases de activos, qué activos cuyos precios han subido significativamente el actual escenario y perspectivas les da soporte, cuáles se ven excesivamente sobre castigados y tener en cuenta cómo queda la asignación en cuanto a monedas.

Se debe ser selectivo entre clases de activos, considerando sus perspectivas, rezagos, castigos, entre otros

Más allá de los mercados, las autoridades están en una postura de prevenir a toda costa alzas rápidas y fuertes de las tasas de interés. Pero con inflación creciente, de largo plazo podría configurarse un factor de presión social y política que en algún punto lo haría insostenible. De ahí que es clave que las presiones inflacionarias comiencen a ceder; éstas, según el Fondo Monetario Internacional, llegarían a un máximo hacia mediados de 2022.

Posicionamiento de la cartera – noviembre 2021

TAACo Global	Bench.	Octubre	Noviembre	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	60%	65%	OW	15%	5.0% +	Se aumenta a 65% la exposición a acciones en desmedro de la RF (25%). Se asigna 5% a oro y 5% a caja
Renta Fija	50%	30%	25%	UW	-25%	-5.0% -	
Caja		5%	5%	OW	5.0%		
Oro		5%	5%				
Total Cartera							
Europe ex UK	12.5%	13.3%	13.3%	OW	0.8%		Se mantiene el OW Europa <i>large cap</i> y neutral en UK
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	1.5%	N			
UK	2.7%	2.7%	2.7%	N			
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N			US: <i>large cap growth</i> en neutral y OW <i>value</i>
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%		
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.3%	N			
Japan	5.2%	3.0%	3.0%	UW	-2.2%		UW en Japón
Mercados desarrollados	54.7%	54.3%	54.3%	UW	-0.4%		
LatAm	4.3%	4.8%	4.8%	OW	0.5%		Se mantiene el OW en Latinoamérica
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.8%	N			
China	13.4%	13.4%	13.4%	N			OW en EM Asia ex China / Neutral en China
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	16.4%	OW	1.5%		
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	4.0%	OW	0.6%		
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	6.3%	UW	-2.2%		UW en EMEA
Mercados emergentes	45.3%	45.7%	45.7%	OW	0.4%		
Total Acciones							
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	9.0%	UW	-1.2%		UW Treasuries / OW TIPS
US TIPS	1.3%	2.5%	2.5%	OW	1.2%		Se mantiene UW US Corps y OW deuda <i>High Yield</i> (en US y Europa)
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N			
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW	-1.0%		UW bonos europeos y japoneses
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%		Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos <i>high yield</i>
Deuda desarrollados	56.6%	50.8%	50.8%	UW	-5.8%		
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			
Deuda emergente	43.4%	49.2%	49.2%	OW	5.8%		
Total Renta Fija							

En noviembre la cartera del TAACo Global aumenta la sobreexposición a acciones hasta 65%, se reduce la posición en renta fija a 25% y asigna 5% tanto a caja como a oro como protección ante eventos disruptivos.

Dentro de la cartera de renta variable se mantiene el posicionamiento sin modificaciones. Leve OW Europa y neutral en el Reino Unido debido a los efectos que podría tener la crisis energética en el crecimiento económico y la inflación. 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 *upside* potencial. Dentro de emergentes, se mantiene OW en Latinoamérica y en EM Asia ex China, regiones que se encuentran rezagadas en retornos y vacunación. Se mantiene el neutral en China debido a la incertidumbre que genera el intervencionismo estatal, mientras que se conserva el UW en EMEA luego los altos retornos exhibidos en lo corrido el año.

Ante ajustes en la política monetaria y tasas de interés que subirían gradualmente se decide disminuir 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 mantiene *overweight* en *large cap* y neutral en *small cap*

La región se está viendo afectada por rebotes de covid-19, los cuales en el caso de Alemania llevan los contagios diarios a niveles similares a los brotes del año pasado. Sin embargo, un alto porcentaje de la población inmunizada está permitiendo que la economía siga operativa, sin que se observen aumentos considerables de las muertes y la capacidad hospitalaria.

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 2021 se estima un crecimiento de 4.3%. Los datos económicos internalizan un menor ritmo de crecimiento y las sorpresas son cada vez más acotadas, aunque comienza a mejorar el *momentum*. Al finalizar el año el bloque lograría recuperar su nivel de producto prepandemia, aunque países con mayor sesgo manufacturero, como Alemania, podrían seguir presionados por las disrupciones en las cadenas de suministros.

Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios continúan perdiendo dinamismo, aunque ambos se mantienen sobre el umbral de expansión (sobre 50 pts.). Esto apoyaría la tesis de que la economía seguiría expandiéndose, aunque a un menor ritmo.

A pesar de la moderación en los indicadores de expectativas y crecimiento, la recuperación este y el próximo año estará apoyada por estímulos fiscales y monetarios. A nivel regional, el Fondo de Recuperación comenzó a desembolsar 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 julio de 2008 (la inflación de octubre fue 4.1% interanual). Sin embargo, 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. Por su parte, holguras en el mercado laboral no permitirán aumento en los precios desde alzas sostenidas en los salarios. La autoridad monetaria anunció en la reunión de septiembre que dadas las condiciones financieras y el *outlook* sobre la inflación, se reduciría el ritmo de compras del programa de liquidez pandémico, aunque de momento el programa se mantendrá hasta al menos marzo de 2022 y ya se están estudiando nuevas formas de entregar liquidez al mercado.

En cuanto al sector corporativo, el *momentum* es positivo. Habiendo reportado un 75% de las compañías del Eurostoxx 600 sus resultados para el tercer trimestre con un crecimiento promedio de 42% en utilidades, un 60% de ellas superan las expectativas. Los sectores de energía, industrial y materiales conducen el crecimiento de utilidades, mientras que inmobiliario, utilities y comunicaciones 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 crecerán 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.

Amplios estímulos fiscales y monetarios que se mantendrían por tiempo prolongado, alto porcentaje de la población inmunizada, fortaleza corporativa, valorizaciones atractivas en términos relativos, además de alta exposición cíclica llevan a **mantener el *overweight* de acciones europeas *large cap***. Sin embargo, se mantiene en neutral 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 mantiene en neutral la posición

Los casos comienzan a descender luego de que el último rebrote alcanzara un peak la tercera semana de octubre y con casi 70% de la población inmunizada se avanza hacia una "nueva normalidad" adaptándose a funcionar con el coronavirus. Sin embargo, problemas con el suministro energético y escasez de mano de obra están

generando un espiral inflacionario que llevaría a que el Banco de Inglaterra (BoE por su sigla en inglés) sea uno de los primeros bancos centrales desarrollados en subir el tipo de interés, aunque de momento el discurso es aun *dovish* y la entidad monetaria asegura que no es momento de retirar la liquidez.

Los problemas de abastecimiento afectan al país desde distintos frentes, aunque las tensiones parecer haber tocado un punto crítico durante octubre y la situación comienza a aliviarse. El precio del gas natural cayó 7.5% en octubre, quitando presión a la crisis energética, aunque sin resolverse de forma definitiva.

Por el lado monetario, la inflación llegó en septiembre a 3.1% interanual, retrocediendo levemente desde el 3.2% del mes anterior -el registro más alto en casi una década-. El 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.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados como medidas contra cíclicas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica, el país venía sorprendiendo positivamente y recuperándose más rápido de lo esperado. A agosto el PIB se encontraba sólo 1% bajo los niveles prepandemia y se estima que se recuperará antes de fin de año. Por su parte, en la medida que se deja atrás un nuevo peak de la pandemia y se disipan parte de las preocupaciones de la crisis energética, los indicadores líderes PMI's de manufacturas y servicios aumentan en octubre respecto al mes anterior, llegando a 57.7 y 58 pts. respectivamente.

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*. La recuperación económica se venía consolidando, sin embargo, la crisis energética e inflacionaria presionaron los resultados corporativos en los últimos meses del año, lo que nos lleva a mantener un posicionamiento más cauteloso en los activos del país, a pesar del rezago en retornos de corto y largo plazo. Las proyecciones de utilidades corporativas se han mantenido estables en el último mes e indican un crecimiento cercano a 79% para este año. Para el 2022 se espera apenas un crecimiento de utilidades del 2%, 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.

A pesar del rezago de los retornos, lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (sobre 4%), los riesgos derivados del aumento de la inflación nos llevan a **mantener una posición neutral en acciones británicas**.

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

La recuperación económica alcanzó un *peak* durante el segundo trimestre y en lo que resta de 2021 se observa 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. El *momentum* económico perdía dinamismo, sin embargo los datos comienzan a sorprender nuevamente y las estimaciones ya internalizan el ambiente de menor crecimiento, no de estancamiento o recesión.

El Fed está consciente de ello y por tal razón no se ha apresurado con el inicio de la normalización monetaria, sosteniendo que el alza en la inflación sería transitoria y que las mejoras del mercado laboral aún no son suficientes como para justificar un alza de tasas de interés. No obstante, los avances económicos llevan a iniciar el retiro de los estímulos no tradicionales, a partir de este mes se reducirán las compras de activos en USD 15,000 millones.

Por el lado laboral, la situación mejora, en octubre se crearon 531 mil nuevos puestos de trabajos no agrícolas, sobre las estimaciones de mercado, mientras que la tasa de desempleo volvió a caer para ubicarse en 4.6%, en momentos en que la participación laboral se mantuvo constante. La creación de empleo se vio favorecida en un contexto de mayor control del covid, programas de apoyo fiscal que se acaban y el retorno a clases de los escolares; no obstante, aún hay 3 millones menos de empleos que antes de la pandemia.

En cuanto a política, la discusión respecto al límite de la deuda se postergó hasta diciembre, evitándose de momento un cese del financiamiento y el cierre de las dependencias fiscales. El plan de infraestructura del presidente Biden avanza al aprobarse en la Cámara de Representantes por un monto de USD 1,200 millones y solo queda pendiente su promulgación, mientras que la votación sobre el programa social *Build Back Better*, por USD 1,750 millones, ha sido postergada para fines de mes.

Respecto al sector corporativo, a la fecha ha reportado un 90% de las empresas del S&P 500 sus resultados del tercer trimestre, con un crecimiento promedio de las utilidades de 41% y un 81% de las compañías superando las expectativas. Las mayores sorpresas vienen de los sectores cíclicos financiero y energía, mientras que los sectores consumo discrecional y utilities 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 de 19%. Para 2022, una alta base de comparación, menor demanda y mayores presiones de costo llevaría a que las utilidades crezcan en torno a 7%, dato que fue corregido a la baja desde septiembre.

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 3.4% de los activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

El *momentum* económico mejora en el margen mientras la economía seguirá creciendo en lo que resta del año, dando soporte al sector corporativo. 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*. No obstante, lo anterior, debido a la sensibilidad que presenta el precio de las acciones *growth* ante variaciones en las tasas de interés es que **se decide mantener una posición neutral en US Large Cap growth, mientras se conserva la sobreexposición a acciones US Large Cap Value. Además, se mantiene sin modificación el neutral en small caps** por valorizaciones que transan en niveles justos.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

El *outlook* para Japón luce más favorable que en meses anteriores, tanto por el manejo de la pandemia como por un cambio de liderazgo. La pandemia parece al fin controlada, con casos y muertes en descenso luego de haber alcanzado un peak durante agosto, mientras que la vacunación se acelera: 74% de la población se encuentra inmunizada vs. 66% hace un mes. Además, a partir de diciembre se comenzarían 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 el fin de acelerar la recuperación económica a la vez que buscará reducir las desigualdades sociales. Para este año el FMI estima un crecimiento de 2.4%, mientras que la estimación para 2022 fue corregida al alza desde 3% a 3.2%.

Por su parte, el control de la pandemia mejora las expectativas del sector de servicios. El PMI del sector sube en octubre a 50.7 pts., el mayor nivel desde el inicio de la pandemia en 2020. A lo que se suma también una mejoría en el indicador de manufacturas, el cual aumenta a 53.2 pts. desde 51.5 el mes previo.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en septiembre fue de 0.2% YoY), 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 75% para el 2021, cifra que disminuye respecto a septiembre; para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 7%, similar al resto de mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a países desarrollados. En cuanto a flujos, se registraron entradas netas a ETF's que son marginales en el último mes, por 0.3% del AUM (1% en los últimos tres meses).

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 lo que deja un potencial de *upside* acotado para lo que resta del año, 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 mantiene la sobreexposición en Latam y Asia emergente ex China. A su vez, se continúa con la exposición neutral en China y un UW en EMEA.

La desaceleración económica en China se profundiza en los últimos meses y las autoridades no dan señales claras para enfrentarlo. A su vez, los casos de covid-19 aumentan lo que eleva los riesgos económicos para el último trimestre del año con estrictas restricciones a la movilidad. En el resto de la región asiática, las perspectivas macroeconómicas mejoran en línea con caídas en los casos de covid-19 y la alta demanda de semiconductores que se mantiene. Por su parte, en Latam las valorizaciones lucen atractivas con altos precios de los *commodities* que exporta la región. Finalmente, en EMEA las valorizaciones se han encarecido luego de las alzas de los últimos meses y se comienzan a registrar nuevas restricciones a la movilidad por aumentos en los contagios en las últimas semanas. Dado lo anterior, **se decide dejar sin modificaciones la asignación en mercados emergentes.**

América Latina: Se mantiene el overweight

La pandemia se mantiene controlada en la región apoyada por una aceleración en la vacunación a nivel generalizado. Por su parte, la actividad económica en general ya alcanza los niveles de prepandemia, pero se mantiene un rezago importante en relación a retornos de índices globales. No obstante, presiones inflacionarias, y riesgos significativos a nivel político, nos llevan a ser cautos y **mantener un overweight leve.**

En **Brasil**, se mantiene la recuperación del mercado laboral, creándose 314 mil empleos en septiembre, se llega a un 57% de la población inmunizada y disminuyen las tensiones del gobierno con el gremio de camioneros, quienes finalmente no realizaron huelga. No obstante, el senado aprobó el informe que cuestiona el manejo de la pandemia del presidente Jair Bolsonaro, en el cual se le acusa de 8 delitos, entre ellos crímenes de lesa humanidad, incrementando así la incertidumbre política. Por su parte, disminuye el riesgo de racionamiento energético provocado por la sequía, debido al aumento en producción de termoeléctricas e importación de suministro, pero aún es elevado el precio de los cereales. Además, con el fin de aumentar las transferencias fiscales, en noviembre el gobierno propuso sobrepasar el techo límite constitucional de gasto fiscal, provocando reacciones negativas por parte del mercado y disminución en las expectativas de crecimiento del país, debido a que es el tercer año consecutivo que sobrepasarían este límite y abre espacio para agregar gastos por sobre lo planteado por el presupuesto en forma regular.

La inflación mantiene un ritmo acelerado, alcanzando un nivel de 10.3% YoY en octubre, superior al techo del rango de tolerancia del Banco Central, lo que provocó un incremento en la tasa Selic de 150 bps. hasta su nivel actual de 7.75%, siendo este el ajuste a la política monetaria más agresivo de la región. Respecto al comercio exterior, el precio de la soja mantiene su tendencia a la baja (por la sequía) y el hierro, si bien recupera valor en octubre, no logra compensar las pérdidas de septiembre. Por su parte, las valorizaciones entregan señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, mientras que la razón P/VL se encuentra levemente sobre dicho promedio. Bajo este escenario, donde se mantiene la recuperación del empleo, valorizaciones en niveles atractivos y aceleración en la campaña de vacunación, lo que contrasta con las presiones inflacionarias, precios de los *commodities* con alta volatilidad, riesgos de racionamiento energético y una polarizada situación política, **se decide mantener la exposición neutral en acciones brasileñas.**

En el caso de **México**, los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero subieron en octubre levemente a 50.7 y 52.1 pts. respectivamente, regresando a terreno de expansión económica. No obstante, el PIB del tercer trimestre, las ventas minoristas y la actividad económica (ambas de agosto) decepcionaron. Por su parte, la reforma energética genera incertidumbre entre los inversionistas, ya que de aprobarse afectaría la relación con Canadá y EE.UU. por posibles violaciones al T-MEC. No obstante, su votación en el congreso se aplazó para abril de 2022. En comercio internacional, se mantienen el *momentum* debido al auge en el precio del petróleo. Respecto a las acciones mexicanas, sus valorizaciones se mantienen atractivas, tanto la razón P/U *fwd*. 12 meses como P/VL se encuentran bajo su promedio de los últimos 5 años. Considerando lo anterior, dado el auge en el precio de energías, atractivas valorizaciones, incertidumbre respecto a reformas estructurales y con un retroceso en su actividad económica, se decide **reducir la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En **Chile**, a tan sólo semanas de las elecciones presidenciales y legislativas del 21 de noviembre, el escenario luce más incierto que en meses previos, debido al impresionante e inesperado ascenso en las encuestas del candidato de derecha José Antonio Kast. Si hace algún tiempo el candidato de izquierda no tradicional Gabriel Boric, ocupaba cómoda y consistentemente el primer lugar de preferencias, la candidatura de Kast ha subido con fuerza, y hoy ocupa el primer lugar en la carrera, aunque -al menos hasta ahora- el candidato Boric pareciera vencer finalmente en una eventual segunda vuelta el 19 de diciembre. Lo anterior, ha impulsado a los activos locales, los cuales tenían en sus valorizaciones descontados supuestos en extremo negativos, en donde el ascenso de Kast auspicia al menos un contrapeso saludable respecto a la coalición liderada por Boric. Por otra parte, la economía sigue en racha y nuevamente sorprende a las expectativas (séptimo mes consecutivo), con la actividad económica subiendo 15.6% interanual en septiembre y anotando un nuevo crecimiento mensual (1.7%). Esto, impulsado por los fuertes estímulos a la población (transferencias fiscales y retiros previsionales), lo cual sigue acelerando también a la inflación, obligando al Banco Central a subir agresivamente la tasa de política monetaria en 125 pbs., sobre lo anticipado, alcanzando el 2.75% y con tono *hawkish* para las próximas reuniones. En este contexto, las valorizaciones mantienen un castigo superior a una desviación estándar en relación con el promedio de los últimos 5 años, tanto para la razón P/VL como para la P/U *fwd*.

El caso chileno está condicionado los próximos meses en gran parte por las elecciones, las que el mercado valoriza de forma muy dispar producto de la polarización y las características casi totalmente opuestas que representan las opciones que existen hoy liderando las encuestas para la presidencia. Este mes **se decide llevar a un leve overweight la posición en acciones chilenas**, considerando que los precios tienen internalizado un escenario en extremo negativo y que cualquier noticia en el margen positiva es un catalizar al alza.

En **Colombia**, se mantiene una rápida recuperación de la actividad y movilidad, manteniendo las mejoras del mercado laboral (el desempleo bajó hasta 13.0% en agosto desde 24.9% en el peor momento de la pandemia). Por su parte, las confianzas industrial y comercial nuevamente fueron favorables manteniéndose en niveles históricamente altos, y tanto las ventas minoristas como la producción industrial mantienen una tendencia al alza con cifras sobre lo esperado en el mercado. Además, el PIB se correlaciona positivamente con el precio del petróleo, agregando así *momentum* en su economía, beneficiando a sus exportaciones. De esta forma, se espera que ayude a disminuir el déficit comercial de Colombia y respalde una moneda más fuerte dentro de la región. Por otra parte, el Banco de la República elevó en 50 bps. su tasa de referencia alcanzando el nivel de 2.5%, debido al aumento de la inflación, pero sigue siendo un ajuste moderado en comparación al resto de la región. Las valorizaciones lucen atractivas a nivel local, con la razón P/VL y la P/U *fwd*. bajo su promedio a 5 años, tanto a nivel absoluto como relativo a la región. Asimismo, ha sorprendido positivamente en sus reportes corporativos del tercer trimestre. En base a lo anterior, teniendo un escenario fiscal complejo, pero con valorizaciones en niveles atractivos, y una recuperación económica con corrección al alza en las expectativas (apoyado en el *momentum* del petróleo), se decide **augmentar la exposición a acciones colombianas**.

En el caso del **Perú**, la actividad económica se mantiene sobre las expectativas del mercado, creciendo en octubre 11.8% YoY teniendo expansiones en todos sus sectores, con excepción de pesca. Sin embargo, la inflación mantiene un ritmo acelerado llegando a 5.8% interanual en octubre, por lo que el Banco Central continuará con alzas en la tasa de política monetaria, la cual actualmente se encuentra en 1.50% y para la que se espera un alza de 100 bps. en la reunión de noviembre. Por su parte, se mantiene alto el nivel de incertidumbre política, con la reciente asignación del nuevo ministro del interior, siendo el tercero desde que Castillo asumió el cargo en julio.

Si bien el congreso le otorgó el voto de confianza al nuevo gabinete, la relación entre el ejecutivo y el congreso se mantiene tensa, incluyendo la última división entre la bancada oficialista, donde algunos de sus integrantes creen que el gobierno se ha moderado bastante. Finalmente, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, estando la razón P/U *fwd.* y P/VL transando bajo de su promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativos a la región. Bajo este escenario de recuperación económica, pero contrastado con un contexto político polarizado que puede provocar problemas de gobernabilidad, se decide **mantener la exposición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, la actividad económica aumentó por tercer mes consecutivo, creciendo 12.8% YoY en agosto, y la producción industrial repuntó luego de 3 meses de caídas, creciendo 13.8% interanual. No obstante, la inflación mantiene un ritmo acelerado, en niveles superiores al resto de la región, registrando 52.5% anual en septiembre. Para controlar la presión inflacionaria, el gobierno decidió congelar los precios de 1432 productos por 90 días, pero esta medida complica el manejo de la inflación a largo plazo, por lo que se espera que ésta continúe aumentando. Por su parte, si bien el gobierno se encuentra en negociaciones con el FMI, las condiciones fiscales actuales son precarias, y las políticas del gobierno hasta ahora van en dirección contraria a los términos que pide el FMI, generando así que un acuerdo con el organismo antes del pago de USD 2,900 millones en marzo se dificulte. Además, en el escenario político, el 14 de noviembre serán las elecciones legislativas de mitad de periodo, en las cuales el gobierno espera dar vuelta el sorpresivo resultado de las primarias Paso, donde tuvo una derrota incluso en provincias emblemáticas del peronismo. Si bien el gobierno enfocó sus políticas en tratar de recuperar el apoyo de su electorado, las encuestas continúan estimando una futura derrota del oficialismo. Las valorizaciones por su parte muestran señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* transando bajo el promedio de 5 años, mientras que la P/VL se ubica sobre el promedio del mismo plazo. Dado el escenario complejo en términos de situación fiscal, negociaciones con el FMI, desaprobación del gobierno e inflación en niveles muy superior a sus pares, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene la exposición neutral

La desaceleración económica se sigue profundizando y las perspectivas corporativas en el corto-mediano plazo se deterioran en el gigante asiático. La crisis del sector inmobiliario y energético, las regulaciones a las grandes compañías y la política de cero tolerancia ante el covid-19 han explicado lo anterior. En este escenario, el PIB del tercer trimestre creció 4.9% anual, levemente bajo lo esperado por los analistas. El soporte lo han entregado las exportaciones que han seguido creciendo a doble dígito en los últimos meses. Sin embargo, en la medida que las cadenas de suministro globales retoman la normalidad se espera una moderación hacia fin de año lo que también afectaría al sector manufacturero, que se ve presionado por las alzas en costos dejando el PMI de Markit levemente por sobre los 50 pts.

Por su parte, en las últimas semanas de octubre se conocieron nuevos casos de covid que afectaron a 19 regiones del país. Si bien los contagios son menores (no superan los 1,000), las estrictas medidas que siguen tomando las autoridades hacen prever una nueva ralentización del sector de servicios. A su vez, la flexibilización monetaria sigue siendo moderada y las autoridades no parecen especialmente alarmadas por la desaceleración en curso.

En cuanto al sector corporativo, los reportes de las compañías no ofrecen sorpresas y están alineados con las expectativas. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo en torno a sus promedios históricos a pesar de las caídas observadas en los últimos meses. En cuanto a flujos se han registrado entradas por más del 5% del AUM en los últimos 3 meses principalmente en las acciones *off-shore*, las que se han visto especialmente castigadas en lo que va del año. Si bien la desaceleración económica continúa y no se observan señales claras por parte de las autoridades de hacer frente a lo anterior, valorizaciones en torno a sus promedios históricos y flujos que se han mantenido positivos **nos llevan a mantener la exposición neutral en acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el OW

Las expectativas corporativas y económicas siguen mejorando en la región. En India los casos permanecen controlados lo que ha permitido continuar con la recuperación económica que se viene registrando en los últimos meses. Por su parte, en Taiwán y Corea la alta demanda de semiconductores y *chips* sigue dando soporte al sector exportador. Finalmente, en el sudeste asiático, la caída de casos se consolida en las últimas semanas y la recuperación económica comienza a ser realidad. Lo anterior lo reafirmaron los PMI's de octubre que se ubicaron

sin excepciones en terreno de expansión económica. Dado lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición en Asia emergente ex China.**

La reactivación económica se sigue consolidando en **India** y así lo reflejan los datos de PMI's de octubre con el indicador de servicios llegando a niveles máximos de la última década (58.4 pts.). A pesar de lo anterior, el alto costo de los insumos, un menor soporte monetario y un programa de vacunación que se muestra rezagado relativo a emergentes llama a la cautela. Con respecto al sector corporativo, las utilidades del tercer trimestre sorprenden significativamente al alza a los analistas. Sin embargo, las valorizaciones siguen luciendo caras y se ubican en torno a 2 desviaciones estándar sobre sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Lo anterior ha moderado el apetito por las acciones locales y se registraron salidas marginales como porcentaje del total de activos administrados en el último mes. Si bien la recuperación económica continúa, valorizaciones históricamente caras y flujos negativos nos llevan a **mantener la subexposición en acciones indias.**

Los problemas globales en las cadenas de suministro afectaron la recuperación económica en el último mes en **Corea del Sur**. El PMI de manufactura cayó a 50.2 pts. (desde 52.4 pts.), llegando a su menor nivel en más de 13 meses. Por su parte, la inflación de octubre fue de 3.2% anual, superando por primera vez en más de una década el 3% y alejándose de la meta del 2%. Con lo anterior, se espera que el Banco de Corea suba nuevamente la tasa de referencia en su reunión de política monetaria de fines de mes. Con respecto al sector corporativo, se han registrado sorpresas marginalmente positivas en la última temporada de reportes. Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas con la razón P/U fwd. bajo su promedio de los últimos 5 años, pero la razón P/VL sobre el mismo promedio. En cuanto a flujos, se registraron entradas en torno al 5% del AUM en el último mes. Si bien las perspectivas corporativas se siguen viendo positivas en línea con la alta demanda de semiconductores a nivel global, valorizaciones ajustadas y un ajuste monetario que moderaría la recuperación económica en curso **nos llevan a mantener una exposición neutral en acciones coreanas.**

La alta demanda de semiconductores sigue dando soporte a la economía **taiwanesa**. El PMI de manufacturas subió 0.5 pts. a 55.2 pts. en octubre llegando a su décimo sexto mes consecutivo en terreno de expansión económica. Por su parte, los programas de vacunación se aceleran y en las últimas semanas se alcanzó cerca del 37% de la población inmunizada. En este escenario, se espera que la economía continúe con un alto dinamismo (crecería en torno a 5.5% durante 2021). En tanto, el soporte monetario se mantiene y no habría aumentos en la tasa de referencia este año en la medida que la inflación se ve controlada. Con respecto al sector corporativo, las compañías reportan levemente sobre lo esperado por los analistas, sin embargo, las valorizaciones lucen caras con la razón P/VL casi 2 desviaciones estándar sobre su promedio de 5 años. Lo anterior no ha impedido el mayor apetito por las acciones locales que han registrado entradas de flujos por más del 5% del AUM en el último mes. Si bien las perspectivas económicas y corporativas siguen siendo positivas, las altas valorizaciones nos llevan a **mantener la exposición neutral en acciones taiwanesas.**

Los casos de covid-19 continúan disminuyendo en el **sudeste asiático**. Lo anterior ha mejorado las perspectivas de la región y los PMI's de manufacturas se ubican generalizadamente en terreno de expansión económica. Además, no se esperan ajustes monetarios en el corto plazo en la medida que la inflación luce aún controlada. Por su parte, algunos países como Indonesia y Malasia asoman como ganadores de la crisis energética que se está observando a nivel global. En tanto, los reportes corporativos del tercer trimestre dan sorpresas mixtas y las valorizaciones lucen en general bajo su promedio de los últimos 5 años. Con respecto a flujos, resalta la entrada a Indonesia en el último mes por 6% del AUM. Dado que el escenario económico y corporativo comienza a mejorar luego de meses complejos por la expansión de la pandemia y las restricciones, **se decide mantener la sobreexposición en el sudeste asiático concentrándolo en Indonesia y Malasia.**

EMEA: Se mantiene el *underweight*

Las alzas en el precio del petróleo continuaron durante octubre y siguieron dando soporte a la región emergente de mejor desempeño bursátil del 2021. Sin embargo, las valorizaciones lucen excesivas, los reportes corporativos son mixtos y se mantiene la alta inestabilidad económica (y política) en países como Sudáfrica o Turquía. Además, en Europa emergente se registran rebrotes de casos que comienzan a generar nuevas restricciones a la movilidad. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en EMEA.**

La recuperación económica se vio frenada en el último mes en **Sudáfrica**. A la escasez de materias primas se le sumó una huelga del mayor sindicato del país afectando a la recuperación de la actividad económica durante octubre. Lo anterior llevó al PMI de manufacturas a ubicarse en terreno de contracción económica (48.6 pts.) por primera vez desde junio. Por su parte, el programa de vacunación sigue avanzando lentamente y luce rezagado relativo al resto de países emergentes. Con respecto al sector corporativo, las utilidades esperadas también se vieron afectadas y se corrigieron a la baja los estimados de crecimiento para el 2021 en el último mes. Por otro lado, las valorizaciones siguen luciendo bajo sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Lo anterior ha impulsado un mayor apetito por las acciones locales y se registraron entradas netas en el último mes por casi 1% del AUM. Si bien el escenario económico y corporativo sigue sujeto a una alta incertidumbre, valorizaciones atractivas y flujos positivos en los últimos meses **nos llevan a reducir la subexposición en acciones sudafricanas**.

El alza en el precio del petróleo del último mes continuó dando soporte a **Rusia**. A su vez, el PMI de manufacturas se ubicó en terreno de expansión económica y llegó a 51.6 pts. en octubre. Por el lado negativo, un aumento en los casos de covid-19 nuevamente llevó a mayores restricciones a la movilidad lo que llevó el PMI de servicios a terreno de contracción económica (48.8 pts.), registrando, además, el menor nivel desde septiembre del año pasado. Por su parte, el ajuste monetario continúa con la tasa de referencia llegando a 7.5%, en la medida que la inflación se mantiene sobre el 7%, lejos de la meta del 4% del banco central. Con respecto al sector corporativo, las utilidades de las compañías sorprenden principalmente a la baja en el último mes. Sin embargo, todavía falta más de la mitad de las compañías por reportar. En cuanto a valorizaciones, estas lucen caras tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Lo anterior no ha impedido un mayor apetito por las acciones locales luego de que se registraran entradas netas por 3.4% del AUM en el último mes. Si bien el escenario económico y corporativo se beneficia del alza en el precio del petróleo, valorizaciones elevadas y nuevas restricciones a la movilidad que afectarían la reactivación económica **nos llevan a neutralizar desde overweight la exposición en acciones rusas**.

La alta inestabilidad macroeconómica y política se mantiene en **Turquía**. La tasa de referencia se siguió reduciendo en octubre y llegó a 16.0% a pesar de que la inflación se ubica cerca de 20% anual. Lo anterior siguió impulsando a la baja la lira turca que se depreció en torno a un 4% durante octubre luego de haber caído más de 6% el mes previo. Por su parte, la expansión de casos de covid-19 modera las perspectivas de reactivación económica y el PMI del mes de octubre se ubicó en 51.2 pts. (bajo los 52.5 pts. del mes previo). Con respecto al sector corporativo, las utilidades sorprenden al alza en lo que va de la temporada de reportes corporativos. A su vez, las valorizaciones lucen bajo sus promedios históricos lo que no ha impulsado flujos dado los altos riesgos políticos. Si bien la incertidumbre macroeconómica y política se mantiene, valorizaciones que lucen descontadas y reportes corporativos que sorprenden al alza **nos llevan a reducir la subexposición en acciones turcas**.

Se mantiene la exposición neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Se observan aumentos de casos de covid-19 en la región lo que se complementa con un mayor ajuste monetario que perjudicaría las perspectivas de recuperación económica. No obstante, valorizaciones que lucen atractivas relativo a pares emergentes nos llevan a mantener la exposición neutral.

Por último, **Arabia Saudita** extendió las alzas de meses previo en línea con las alzas en el precio del petróleo que ha impulsado las perspectivas corporativas. A su vez, la economía continúa recuperándose con el PMI de manufactura (no incluye al sector petrolero) en 57.7 pts. durante octubre. No obstante, las valorizaciones lucen caras y se ubican sobre los promedios históricos. Lo anterior nos lleva a mostrar mayor cautela y dejar en **neutral la exposición en acciones saudíes desde overweight**.

Renta Fija

US Treasuries: underweight bonos nominales y overweight TIPS

Tal como se comentó previamente, la inflación sigue en proceso de aceleración, y de hecho en Estados Unidos se espera el mayor incremento de precio en las últimas 3 décadas para el reporte inflacionario de octubre, sumado a las tasas soberanas que ofrecen *yields* negativos poco atractivos para los inversionistas. Todo esto, mientras comienza el proceso de retiro de estímulos monetarios, aún de manera paulatina en el mundo

desarrollado. En este contexto, se mantiene la sobreexposición en TIPS, y la subexposición en bonos nominales estadounidenses.

US Mortgages: neutral

El mercado laboral continúa con su recuperación, con la creación de más de 531 mil empleos en octubre (sobre los 450 mil esperados) y una tasa de desempleo que cae marginalmente a 4.6% desde el 4.8% anterior. Con todo, los buenos resultados son aún incipientes, y no se anticipa una aceleración que permita mejorar de manera significativa las perspectivas. Dado esto, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

La subclase de activo ofrece un *yield* real negativo y una duración de las más elevadas de la muestra (cercana a 9 años), lo cual no es atractivo en el contexto actual de retiros de estímulos monetarios alrededor del mundo. Por esto, se mantiene la subexposición en *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

A diferencia del caso anterior, un *yield* superior producto del mayor riesgo de crédito y la duración acotada relativo a otras alternativas (~ 4 años), configuran una buena combinación dentro de la renta fija, por lo que 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, por lo que se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Nuevamente, la menor calidad crediticia exige un mayor *yield* ofrecido a los inversionistas, el cual, sumado a la baja duración relativa, nos lleva a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

La deuda japonesa posee la mayor duración de la muestra (9.6 años), junto a un *yield* poco atractivo (0.12%), lo que sumado a un contexto macroeconómico desafiante 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 contexto de bajas tasas y *spreads* comprimidos en términos históricos genera una oportunidad en la deuda emergente, producto de su mayor rendimiento asociado a un riesgo de crédito que puede ser justificado en algunos casos. De todas las alternativas disponibles, la deuda soberana en general tiene el problema de tener una duración elevada aún cuando se considera el *High Yield*, mientras que la deuda corporativa *Investment Grade* no ofrece un perfil riesgo-retorno suficientemente atractivo. Dado esto, del universo emergente, la alternativa de la deuda corporativa *High Yield* sí muestra *yields* atractivos a un riesgo razonable, por lo que se decide favorecer la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight**, y se mantiene una exposición neutral en las demás subclases de activo.

Exposición a monedas – noviembre 2021

Monedas	Bench.	Octubre	Noviembre	OW/UW		Cambio
USD	42.3%	45.3%	46.0%	OW	3.7%	+
EUR	16.9%	14.6%	14.5%	UW	-2.4%	-
GBP	1.4%	1.4%	1.8%	OW		+
JPY	6.9%	5.5%	3.1%	UW	-3.8%	-
GEMs	32.6%	33.1%	34.5%	OW	1.9%	+
	100%	100%	100%			

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 aumentar la sobreexposición a USD en desmedro de un menor *overweight* en monedas emergentes.

Resultados TAACo Global – septiembre 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%	60%	10%	3.1%	1.6%	1.9%	18.7	4.4
Renta Fija	50%	30%	-20%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	37.3	0.4
Caja	0%	5%	5%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.2	
Oro	0%	5%	5%	1.5%	0.0%	0.1%	1.3	
Cobertura						0.0%	-3.0	
Portafolio					1.25%	1.77%	48.0	4.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								52.9
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	4.5%	0.56%	0.60%	1.1	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	4.2%	0.06%	0.06%	0.0	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	3.9%	0.11%	0.11%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	8.2%	1.16%	1.16%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	5.6%	0.80%	0.86%	2.5	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	4.7%	0.20%	0.20%	0.0	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	-3.4%	-0.18%	-0.10%	14.3	
Desarrollados	54.7%	54.3%	-0.4%	5.0%	2.72%	2.89%	17.9	
LatAm	4.3%	4.8%	0.5%	-5.4%	-0.23%	-0.26%	-4.2	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	-10.1%	-0.08%	-0.08%	0.0	
China	13.4%	13.4%	0.0%	3.2%	0.42%	0.42%	0.0	
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	1.5%	-0.2%	-0.03%	-0.03%	-4.9	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	1.1%	0.04%	0.04%	-1.2	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	-2.2%	3.2%	0.27%	0.20%	-0.1	
Emergentes	45.3%	45.7%	0.4%	0.9%	0.39%	0.30%	-10.5	
Equities					3.11%	3.19%	7.4	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	-0.7	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	1.1%	0.01%	0.03%	2.1	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	0.2%	0.02%	0.02%	-0.9	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-0.2%	0.00%	-0.01%	1.3	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-0.6%	-0.12%	-0.08%	0.0	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	-0.4%	0.00%	-0.02%	0.6	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-2.5%	-0.21%	-0.10%	8.2	
Deuda Desarrollados	56.6%	50.8%	-5.8%	-0.6%	-0.32%	-0.18%	10.6	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.3%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	-2.2%	-0.15%	-0.28%	-9.3	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-0.7%	-0.13%	-0.13%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	49.2%	5.8%	-0.7%	-0.30%	-0.43%	-9.3	
Fixed Income					-0.62%	-0.61%	1.3	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de octubre de 2021

En octubre el portafolio del TAACo global rentó 1.8%, 53 pbs. sobre el *benchmark*. Tanto la asignación de activos como la selectividad contribuyeron a la generación de valor. Por otro lado, la asignación a oro agregó valor en forma marginal al subir 1.5% en el mes, mientras que la posición activa en monedas generó una pérdida acotada.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 3.2%, 7 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. El mayor contribuidor a la generación de valor fue la subexposición a Japón, mientras que las posiciones largas en Latam y Asia EM ex China contribuyeron negativamente. Estados Unidos y Europa rentaron positivo, sin embargo, la cartera se encontraba neutral.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó -0.6%, en línea con el desempeño del *benchmark*. Agregó valor la subexposición a bonos japoneses, mientras que la deuda HY corporativa emergente fue el mayor detractor a la creación de valor.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	1.8%	-0.3%	4.5%	17.0%	9.4%	7.5%	5.6%	7.5%	9.4%
Benchmark	1.2%	-0.1%	3.5%	14.6%	9.2%	6.8%	4.9%	5.7%	8.7%
Out/Under perf. (bps)	53	-14	100	244	20	69	71	170	
Acciones	3.2%	0.7%	9.4%	29.9%	13.3%	10.6%	7.6%	5.7%	14.0%
Benchmark	3.1%	1.5%	10.0%	30.3%	13.4%	10.6%	7.4%	5.0%	13.9%
Europe ex UK	4.5%	0.4%	12.7%	37.7%	12.2%	9.5%	6.0%	4.4%	16.5%
Europe Small Cap ex UK	4.2%	0.3%	15.3%	47.5%	16.0%	12.9%	10.6%	11.6%	19.7%
UK	3.9%	1.3%	12.7%	38.1%	1.9%	2.5%	0.5%	0.6%	16.7%
US Large Cap Growth	8.2%	5.7%	24.3%	43.1%	30.4%	25.7%	18.9%	--	17.0%
US Large Cap Value	5.6%	3.3%	19.0%	37.6%	9.7%	9.0%	9.3%	5.4%	15.3%
US Small Caps	4.7%	3.7%	19.8%	50.2%	16.5%	14.9%	12.9%	12.0%	20.4%
Japan	-3.4%	1.6%	0.7%	17.8%	7.3%	6.2%	6.0%	2.8%	12.8%
Desarrollados [1]	5.7%	3.8%	19.4%	40.4%	18.2%	15.5%	12.2%	9.2%	14.9%
LatAm	-5.4%	-16.0%	-14.0%	16.7%	-7.5%	-4.2%	-6.0%	5.2%	28.6%
LatAm Small Cap	-10.1%	-18.8%	-14.2%	15.2%	-2.7%	-1.8%	-5.7%	8.1%	31.2%
China	3.2%	-2.0%	-14.0%	-9.2%	11.5%	10.2%	7.5%	12.9%	19.3%
EM Asia ex China	-0.2%	1.0%	7.8%	35.6%	18.0%	12.7%	7.9%	--	17.3%
EM Asia Small Cap	1.1%	0.6%	19.2%	43.2%	18.2%	9.8%	5.8%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	3.2%	10.1%	28.0%	55.5%	8.7%	6.4%	-1.8%	4.7%	18.5%
Emergentes [1]	1.0%	-0.5%	-0.3%	17.0%	12.3%	9.4%	4.9%	12.2%	16.7%
Renta fija	-0.6%	-1.6%	-2.3%	1.5%	5.2%	3.3%	2.6%	6.5%	5.2%
Benchmark	-0.6%	-1.8%	-2.8%	0.3%	4.6%	2.8%	2.2%	5.6%	5.1%
US Govt Agencies	-0.1%	-1.3%	-2.6%	-2.5%	5.0%	2.4%	2.3%	5.3%	4.0%
US TIPS	1.1%	0.2%	4.7%	7.1%	8.4%	4.7%	3.1%	6.8%	3.7%
US Mortgages	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.6%	4.0%	2.2%	2.4%	5.3%	2.1%
US Corps	0.2%	-1.1%	-1.0%	2.2%	8.1%	4.8%	4.7%	7.3%	5.9%
US High Yield	-0.2%	0.3%	4.4%	10.5%	7.4%	6.4%	6.8%	9.8%	7.3%
Europe Broad	-0.6%	-2.1%	-2.9%	-2.5%	2.6%	1.4%	3.7%	5.5%	3.3%
Europe High Yield	-0.4%	-0.3%	3.8%	8.9%	4.9%	4.4%	7.0%	9.2%	7.8%
Japan Broad	-2.5%	-4.2%	-9.6%	-8.2%	0.3%	-1.6%	-2.3%	2.9%	7.4%
Deuda Desarrollados [1]	-0.4%	-1.4%	-1.7%	-0.1%					
EM Sovereign IG	0.3%	-0.6%	-2.1%	0.7%	7.9%	4.8%	4.8%	9.2%	7.0%
EM Sovereign HY	-0.3%	-1.5%	-0.5%	9.8%	3.9%	2.2%	4.9%	10.7%	12.7%
EM Corporate IG	-0.3%	-0.3%	-0.4%	1.8%	6.8%	4.5%	4.7%	--	4.6%
EM Corporate HY	-2.2%	-2.5%	-1.3%	4.6%	6.8%	5.5%	6.5%	--	8.6%
EM Local Markets	-0.7%	-2.4%	-3.8%	4.2%	4.7%	2.7%	0.6%	--	11.2%
Deuda Emergentes [1]	-0.9%	-1.0%	-2.7%	3.1%					
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	1.5%	-3.1%	-6.3%	-6.0%	13.3%	6.8%	0.3%	12.6%	13.4%

* 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
DM	19.6x	14.7x	2.0%	3.4x	2.2x	92%	7%	15%	0.2
US	22.2x	15.8x	1.0%	5.0x	2.8x	65%	7%	28%	0.3
Europe	15.8x	13.0x	3.0%	2.2x	1.8x	204%	6%	10%	0.1
Japan	15.0x	14.9x	2.0%	1.5x	1.3x	75%	8%	9%	0.2
EM	12.8x	11.5x	3.0%	2.0x	1.8x	63%	6%	12%	0.2
EM Asia	14.1x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	44%	9%	12%	0.3
CEEMEA	10.5x	9.3x	5.0%	1.7x	1.6x	108%	6%	14%	0.1
LatAm	8.4x	12.1x	6.0%	1.8x	2.0x	213%	-8%	19%	0.0
China	13.5x	11.9x	2.0%	1.9x	2.0x	13%	16%	11%	1.0
S.Korea	10.2x	9.9x	2.0%	1.3x	1.2x	101%	-3%	13%	0.1
Taiwan	14.7x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	59%	-1%	19%	0.2
India	23.6x	16.8x	1.0%	4.0x	3.2x	37%	18%	14%	0.6
Indonesia	16.2x	14.0x	3.0%	2.4x	3.4x	26%	20%	16%	0.6
Malaysia	14.3x	14.9x	4.0%	1.6x	1.9x	41%	5%	11%	0.3
Thailand	19.3x	12.9x	3.0%	2.2x	2.0x	24%	14%	9%	0.8
Philippines	18.4x	16.2x	2.0%	2.0x	2.5x	49%	27%	9%	0.4
S.Africa	9.2x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	79%	10%	20%	0.1
Russia	7.2x	6.4x	8.0%	1.3x	1.1x	161%	3%	14%	0.0
Turkey	5.0x	8.4x	8.0%	1.0x	1.5x	43%	13%	17%	0.1
Poland	13.2x	11.8x	3.0%	1.5x	1.5x	133%	-7%	9%	0.1
Hungary	9.9x	9.6x	3.0%	1.5x	1.4x	127%	2%	14%	0.1
Czech R.	16.0x	12.6x	6.0%	1.7x	1.7x	77%	21%	11%	0.2
UAE	13.7x	11.1x	4.0%	1.6x	1.4x	16%	12%	12%	0.9
Brazil	6.5x	10.9x	7.0%	1.8x	1.8x	224%	-13%	21%	0.0
Mexico	14.9x	15.1x	3.0%	2.2x	2.7x	144%	4%	23%	0.1
Chile	12.0x	15.8x	4.0%	1.3x	2.0x	116%	-1%	13%	0.1
Colombia	9.6x	13.5x	11.0%	1.2x	1.6x	317%	23%	21%	0.0
Peru	11.4x	12.6x	3.0%	2.0x	3.1x	669%	15%	19%	0.0

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 27 de octubre 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.