

Octubre 2022

Índice

Vértigo	1
Asignación de activos	4
Resultados	15
Desempeño	16
Valorizaciones	17

Inflación, tasas, crisis energética y conflictos geopolíticos mantienen confianza en mínimos

Tasas al alza luego de que Fed y Bancos Centrales del mundo adopten política contractiva

Un ajuste monetario excesivo puede resultar en una recesión profunda

Europa se encuentra en una situación compleja con un problema estructural, crisis energética ad- portas del invierno y cercanía a la guerra en Ucrania

Desempeño

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Sept	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio **	
TAACo	-7.0%	-6.3%	-20.5%	-19.2%	-1.2%	0.2%	2.6%	5.9%	9.9%
Benchmark	-7.5%	-7.0%	-23.3%	-22.6%	-2.6%	-0.9%	1.6%	4.0%	9.5%
Out/Underperformance (bps)	49	61	279	338	147	110	99	192	
Acciones	-9.8%	-8.0%	-26.7%	-24.5%	0.2%	0.2%	3.7%	3.6%	14.6%
Benchmark	-10.2%	-8.3%	-27.4%	-25.4%	-0.1%	0.0%	3.4%	2.9%	14.5%
Renta Fija	-4.7%	-5.1%	-18.1%	-18.9%	-4.8%	-1.7%	0.0%	5.2%	5.9%
Benchmark	-4.8%	-5.7%	-19.1%	-19.9%	-5.5%	-2.2%	-0.5%	4.3%	5.9%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-2.6%	-8.0%	-7.4%	-4.1%	4.0%	5.4%	-0.6%	12.2%	13.1%

*Anualizado ** Desde abril 2001

Resultados al 30 de septiembre de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Vértigo¹

La inflación alcanza máximos de cuarenta años, las tasas de interés suben, se ve una recesión a la vuelta de la esquina, crisis energética, y tensiones y conflictos geopolíticos. Razones de sobra para que la confianza de mercado permanezca en mínimos desde hace meses.

El Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), que en la práctica desempeña el rol del banco central del mundo, se demoró en adoptar una política monetaria restrictiva para combatir la inflación, la que en un principio se estimó sería transitoria. Así, las alzas de tasas de interés y retiro de la extrema liquidez (*quantitative tightening* o QT) se comenzó a implementar en marzo de este año. La tasa de referencia o *Fed Funds Rate*, que se mantuvo en el mínimo de 0.25% por dos años, ha subido a 3.25% desde entonces, es decir, trece veces. Las tasas de mercado han seguido la misma tendencia y reflejo de ello es que la del bono del Tesoro a 10 años pasó de 0.67% a casi 4% en un poco más de seis meses. Paralelamente, se va retirando la liquidez y achicando el balance del Fed.

Con esto es claro que hay un riesgo no menor de una recesión profunda si el ajuste monetario resulta excesivo. No existe “la receta” exacta de cuál es el nivel necesario de tasas de interés para detener la inflación y no dañar excesivamente la actividad. El Fed se muestra decidido y sostiene abiertamente que la inflación es la prioridad hoy, la que está dando incipientes señales de estar cediendo, aunque aún se registran datos mixtos en cuanto a las presiones en precios presentes.

La situación en la mayoría del resto del mundo es similar en diferentes grados. El caso de Europa es de los más complicados; viniendo de un problema estructural de falta de competitividad y muy lento crecimiento, se suma ser el epicentro de la crisis energética por su dependencia y cercanía geográfica de Rusia y las consecuencias de la guerra en Ucrania. La escasez de energía, que es un problema estructural por solucionar y cíclico actualmente por estar ad- portas del invierno, es una emergencia en la región que está alimentando más que en otros casos las

¹ Película de Alfred Hitchcock, 1958



presiones inflacionarias. A ello se suma lo que implica un conflicto armado vecino que lleva a la necesidad de mayor gasto en defensa, para siempre.

China es la excepción en cuanto a que la inflación no es un problema, pero sí lo es la fuerte desaceleración que ha llevado a proyecciones de un crecimiento económico que podría llegar en torno a 2% anual. Impensable para China hace poco tiempo atrás, viniendo de tasas de crecimiento de dos dígitos desde su incursión como la segunda potencia económica global y su rápida integración al comercio mundial en los últimos veinte años. Algo que en esta nueva era de participación del gigante asiático en el funcionamiento mundial es nuevo y que se estima afectará significativamente al resto del mundo, sobre todo a aquellos países más dependientes de la actividad china para su crecimiento.

China enfrenta una fuerte desaceleración económica que afectará a países más dependientes de su actividad, aún cuando no muestra presiones inflacionarias

El gobierno chino ha tomado posturas restrictivas e intervencionistas ante el sector privado, en política sanitaria (cero-COVID), geopolíticamente (Hong Kong y Taiwán) y partes de su propia población. Un camino adoptado por Xi Jinping en tratar de posicionarse como un estilo de líder supremo que no se veía desde tiempos de Mao. Luego del congreso quinquenal del Partido Comunista de mediados de octubre se espera tener noticias en cuanto a si habrá cambios en estas políticas, o se consolida este modo de manejar al país.

El Congreso del Partido Comunista entregará luces respecto de si continúan políticas restrictivas

Cabe recordar, nuevamente, que esta vez, la desaceleración económica no es producto de una crisis, que ha sido el caso las tres últimas ocasiones (burbuja *dotcom*, crisis *subprime* y pandemia), sino que es el producto cíclico de un sobrecalentamiento que está siendo abordado con las políticas monetarias y fiscales restrictivas correspondientes. Además, se produce en un escenario en que la salud financiera de las personas y corporativa es robusta y el nivel de endeudamiento bajo. Este es uno de los motivos por los que el mercado laboral se muestra resiliente y que podría contribuir a que la recesión no sea profunda, con caídas moderadas en el empleo.

A diferencia de desaceleraciones económicas pasadas, esta no es producto de un shock, pudiendo culminar en una recesión menos profunda

Por otro lado, se está generando un fenómeno consecuencia de la pandemia en el mercado laboral: rotación estructural entre sectores y otros que han hecho que se siga registrando déficit de mano de obra en varios sectores. Y presiones en los salarios. En este sentido, a pesar del ciclo de desaceleración en el que estamos entrando, las empresas están en una postura de cautela con los despidos, dado lo complicado que es actualmente encontrar personas para ciertos tipos de trabajos. Es inevitable una desaceleración/recesión de utilidades de las compañías. Los costos aumentan producto de la inflación, es imposible trasladar todo este efecto a precios, por lo tanto, el deterioro en márgenes es inevitable.

El mercado laboral continúa con déficit de mano de obra en algunos sectores y las empresas se mantienen cautelosas ante despedidos

Habiendo dicho lo anterior, nos encontraríamos -lo más probable- ante una recesión económica normal (ni muy suave ni muy profunda), algo más parecido quizás lo que se llama una “recesión del crecimiento”. Esto quiere decir caídas paulatinas y por un largo período de las tasas de aumento de la actividad hacia muy bajos niveles. La profundidad dependerá de cuánto más suben las tasas de interés, y ello se decidirá dependiendo de la trayectoria de la inflación y las variables relacionadas a ésta.

Una recesión normal o “recesión del crecimiento” sería el escenario más probable



La pausa en las alzas vendría cuando se vean datos sostenidos y no ambiguos que indiquen que la inflación está cediendo. Cuando esto suceda y a pesar de ello, es de esperar que las tasas se mantengan en niveles altos por más tiempo y que igualmente ya llegó el fin de la era del “dinero fácil”.

Es de esperar que las tasas se mantengan altas por más tiempo

Mercados

Los mercados financieros incorporan las expectativas con anticipación; caídas en los precios de las acciones de más de 20% y de los bonos de más de 10% en lo que va del año, son fiel reflejo de ello. Y estas magnitudes de pérdidas son de las más grandes para los primeros nueve meses del año históricamente.

Los mercados muestran caídas históricas incorporando las expectativas de recesión

¿Cuánto del escenario mencionado está en los precios? Probablemente una gran parte, pero la renta variable sigue vulnerable a correcciones. Asimismo, dadas las características de este ciclo, es probable que los mínimos o *bottoms* en los precios se mantengan en esos niveles más que lo usual.

Parte del escenario está en los precios, pero la renta variable sigue vulnerable a correcciones

La renta fija se está consolidando nuevamente en su rol clásico de generador de ingresos corrientes y en la próxima etapa del ciclo -mediano plazo- también de potenciales ganancias de capital (cuando bajen las tasas de interés). Es importante considerar que la curva de tasas o *yield curve*, está invertida, con menores tasas en el largo plazo que en el corto, típico de una etapa pre-recesión. Por ello es clave el análisis y manejo de la duración (*duration*) de una cartera de bonos. De largo plazo, conforme transcurre el ciclo económico, la curva debiera aplanarse gradualmente y volver a su pendiente positiva normal, donde a mayor plazo, mayores tasas de interés. En este sentido, si bien se ha venido favoreciendo aumentar el *duration* viniendo desde una posición corta en éste, dadas las fuertes alzas que se registraron en las tasas de interés de mercado, actualmente la postura es estabilizar la cartera en el mayor *duration* alcanzado, sin llevarlo hasta la parte más larga de la curva (riesgo de pérdida de capital cuando las tasas largas suban al regresar la *yield curve* a su pendiente normal).

Postura actual de estabilizar *duration* acercándose al *benchmark* desde una posición corta, apuntando a que la curva de tasas vuelva a aplanarse

Finalmente, al igual que en el caso de la renta fija, y además por la alta incertidumbre y consecuente alta volatilidad actuales, es razonable la asignación de una porción de una cartera de inversiones en caja y similares.

Se asigna parte de la cartera a caja en un escenario de alta volatilidad

Asignación de activos – octubre 2022

TAACo Global	Bench.	Septiembre	Octubre	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	45%	45%	UW	-5%		
Renta Fija	50%	55%	50%	N		-5.0%	-
Caja			5%	OW	5.0%	5.0%	+
Oro				N			
Total Cartera							
Europe ex UK	13.1%	10.5%	10.5%	UW	-2.6%		
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 Large Cap Value	15.7%	18.5%	18.5%	OW	2.8%		
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%	55.1%	55.1%	UW	-1.2%		
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%		
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N			
China	11.8%	11.8%	11.8%	N			
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	14.5%	UW	-2.0%		
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%	44.9%	44.9%	OW	1.2%		
Total Acciones							
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N			
US TIPS	1.4%	1.4%	2.0%	OW	0.6%	0.6%	+
US Mortgages	7.9%	9.5%	9.5%	OW	1.6%		
US Corps	7.1%	10.0%	10.0%	OW	2.9%		
US High Yield	1.7%	2.3%	1.7%	N		-0.6%	-
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%		
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%		
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	4.1%	N			
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N			
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	6.5%	OW	2.9%		
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%		
Total Renta Fija							
	100.0%	100.0%	100.0%				

Se mantiene UW en acciones, se neutraliza la posición en bonos, desde un OW, y se lleva a caja

Se mantiene UW en Europa

US: se mantiene el OW en Large Cap Growth, Value y Small Caps

Se mantiene UW en Japón

Se mantiene el OW en Latam

Se mantiene la posición neutral en China

UW Asia EM ex China

Neutral EMEA

Neutral Treasuries

Se lleva TIPS a OW

OW en US IG y Mortgages

Se lleva a neutral US HY

Neutral Europa HY

UW bonos europeos y japoneses

Se mantiene el OW Emergentes

OW en corporativos IG y HY

Este mes se mantienen la sub-ponderación en renta variable y se neutraliza la renta fija para tomar una posición en caja a modo de cautela ante el aumento de la incertidumbre y dado que la inversión de la curva de tasas hace atractivo tomar deuda de más corto plazo. En renta fija se continúa cerrando la brecha de duración, esperando que una estabilización y caída de las tasas de interés generé en el mediano plazo ganancias de capital.

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 nos acercamos al fin del ajuste monetario, 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*

Como se comentó, la región está en una delicada situación derivada de la crisis energética, problemas políticos, falta de crecimiento económico entre otros. Reflejo de ello es que con un 75% de probabilidad la región entraría en recesión en los siguientes doce meses -según la mediana de los estimados de Bloomberg-. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) recortó el estimado de crecimiento a 0.5% para 2023 desde 1.2% en la estimación de julio, con países como Alemania e Italia contrayendo su PIB 0.3% y 0.2% respectivamente. Y si bien la sorpresa económica parece mejorar, más que por datos positivos se debe a estimaciones que internalizan un peor escenario.

El riesgo de racionamiento es cada vez más latente en la medida que se acerca el invierno y afectará en mayor medida a países limítrofes con Rusia y con sesgo manufacturero, como Alemania. Rusia ha decidido cortar en forma indefinida el suministro de gas a través de Nord Stream, lo que ha agudizado la crisis energética en Europa. La Unión Europea (UE) pidió establecer un plan de deuda conjunta para hacer frente a la crisis energética de la región, pero el ministro de finanzas alemán dijo que esta no es la respuesta al problema. Por otro lado, el conflicto entre Rusia y Ucrania no parece tener solución e incluso escala en belicosidad con la anexión de territorios ucranianos por parte de Rusia. En respuesta, la UE anunció una octava ronda de sanciones en contra de Rusia, entre las que destaca un nuevo tope al precio del petróleo ruso.

Los problemas políticos se exacerbaban con los cambios de liderazgo. En Italia la coalición de derecha logró el apoyo que necesitaba para impulsar la elección de Giorgia Meloni como primer ministro, quien es conservadora y nacionalista, lo que genera dudas sobre la sostenibilidad fiscal del país y aumenta el riesgo de fragmentación en la región. El FMI ha hecho un llamado a que política fiscal debe alinearse con la monetaria para lograr controlar la inflación, pero en el viejo continente vemos una serie de políticas divergentes que están dificultando el trabajo de los bancos centrales.

La inflación sigue acelerándose, en septiembre llegó a 10%, con la medida subyacente -excluyendo componentes volátiles como alimentos y combustibles- en 4.8%. Ante la elevada inflación, el Banco Central Europeo (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 puntos base (pbs.) en el sistema de tasas de referencia para sorprender al mercado acelerando el incremento a 75 pbs. en la reunión de septiembre. El mercado estima otra alza de 75 pbs. en la reunión de octubre y de 50 pbs. en la de diciembre, con alzas sucesivas en las tasas durante todo 2023.

Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en octubre -38 pts. (peor que el mes previo), mientras que la confianza del consumidor se ubica en -29 pts., peor que en pandemia y en la crisis financiera de 2008. El consumo pierde tracción y se contrae por tercer mes consecutivo, mientras 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) por segundo mes consecutivo.

Las acciones europeas sufrieron en septiembre una pérdida similar que pares globales. El crecimiento esperado de utilidades se ha corregido al alza para este año (16.2% vs. 15.6% en la versión anterior de este documento). No obstante, para 2023 se ha corregido a la baja a 3.1% desde 3.4% 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 bajan a niveles similares a la pandemia y continúan transando en 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

A poco más de un mes de asumir el cargo de primer ministro Liz Truss ha generado un torbellino de incertidumbre política y económica, amenazando la estabilidad financiera del país.

Con el anuncio de un plan fiscal que implicaría el mayor recorte de impuestos en 50 años se han generado dudas sobre la sostenibilidad fiscal del país y cómo el banco central logrará controlar la inflación. La reacción del mercado llevó a un significativo aumento en las tasas de interés -que en momentos fueron más elevadas que la deuda soberana griega e italiana- y la libra esterlina llegó a un mínimo histórico, acercándose a la paridad con el dólar. El Banco de Inglaterra (BoE) tuvo que intervenir para frenar la abrupta alza en las tasas de interés -que llevó a paralizar el mercado de hipotecas- a través de volver a ofrecer un plan de compra de bonos – *quantitative easing*- con tal de dar liquidez, sobre todo en la parte larga de curva de tasas. En menos de una semana, dada la amenaza de perder el cargo por la pérdida de confianza de su partido, Truss dio pie atrás a parte de su mediático plan anunciando que no se abolirá la tasa de 45% de impuesto a las personas en el mayor tramo impositivo, pero la medida no logró aplacar el sentimiento y el BoE tuvo que ampliar el programa de compra de activos para dar estabilidad al mercado. Las acciones británicas casi no reaccionaron a la medida, mientras las tasas de interés se mantienen en algunos tramos más de 150 pbs. sobre el nivel de hace un mes. El BoE enfrenta la difícil misión de entregar liquidez, mientras a la vez también la reduce para enfrentar la inflación.

Ante una inflación persistente y las presiones que se mantendrían con un plan de estímulo fiscal, el BoE se volvería más agresivo con el ajuste monetario. Se espera que suba en 100 pbs. la tasa en la reunión de noviembre y diciembre respectivamente, llevándola hasta 4.25%, para seguir con una serie de alzas hasta mediados de 2023. La inflación se ubicó en agosto en 9.9% en doce meses, mientras el mercado laboral continúa estrecho (tasa de desempleo en 3.5% en agosto, menor nivel en 50 años).

El FMI proyecta un crecimiento de apenas 0.3% en 2023 y la sorpresa económica se mantiene en terreno positivo, pero con estimaciones que internalizan un escenario de menor crecimiento económico y de utilidades. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se deterioran y se ubican en niveles mínimos de 2 años.

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 del último trimestre. El estimado del crecimiento de utilidades para los siguientes doce meses se recorta a 3.1% desde 3.6% y para 2023 se estima una contracción de 1.4%, 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 salidas netas de flujos en lo corrido del año (fondos e ETFs) durante las últimas 14 semanas. Las valorizaciones se alivian y transan con descuento en términos absolutos y relativos a pares desarrollados.

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

Estados Unidos: Se mantiene la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value, Growth y Small Caps*

La economía aún muestra fortaleza, sobre todo desde el consumo y el mercado laboral, mientras que la inflación ya habría tocado un *peak* pero se mantiene elevada sin señales concretas de ceder.

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 2.43% y 2.32%

respectivamente). No obstante, la inflación subyacente sube a 6.3%, mientras un mercado laboral robusto -la tasa de desempleo cayó a 3.5%, menor nivel en más de 50 años- llevan a que el Fed aun tenga “trabajo por hacer” controlando la inflación, por lo que el ajuste monetario seguiría.

Así, el Fed confirmó el fin de la era de tasas de interés e inflación bajas en su reunión de política monetaria de septiembre. El comité decidió subir la tasa de referencia en 75 pbs., alcanzando así un nivel de 3.25%. Por su parte, en su discurso, el presidente del Fed, Jerome Powell, mantuvo su postura *hawkish* de los últimos meses, y contempló seguir con las alzas de tasas hasta que la política monetaria muestre señales de ser lo suficientemente contractiva, en busca de alcanzar la inflación objetivo del 2%. Lo que tuvo mayor impacto en el mercado fue que el comité ajustó significativamente al alza las expectativas de tasa de interés para fines de este y el próximo año, estimando que ésta alcanzaría un 4.4% en 2022 y un 4.6% en 2023 -frente a las estimaciones de junio: 3.4% en 2022 y un 3.8% en 2023-. El mercado internaliza otra alza de 75 pbs. en noviembre y una de 25 pbs. en diciembre; de esta forma el *Fed Funds Rate* terminaría el año en 4.5% desde 0.25% a inicios de 2022, reflejando el mayor ajuste monetario en menor tiempo de la historia. De igual manera, el comité ajustó a la baja sus expectativas de crecimiento para el próximo año esperando un crecimiento de 0.2% y 1.2% para 2023, mientras que elevó levemente sus expectativas de inflación PCE para este y el próximo a 5.4% y 2.8%, respectivamente.

La curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro ha continuado en el último mes con el *bear flatening* -alzas mayores en plazos más cortos- 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 septiembre, la curva de tasas de desplazó hacia arriba con fuerza, con la tasa a 10 años incluso superando el 4%. Tal alza de tasas ha llevado a pérdidas significativas en los bonos del tesoro, los cuales se acercan a tener su peor año desde 1949.

Durante septiembre el alza en las tasas de interés llevó 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 septiembre y el S&P500 sigue transando con descuento en la razón precio/utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) respecto al promedio de 5 años, situación que se repite para las acciones *value*, *growth* y *small caps*, destacando que las *quality* transan a casi dos desviaciones estándar bajo el promedio. A nivel sectorial, materiales y real estate lucen con mayores castigos, destacándose a real estate y energía como los sectores con mayores correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento de utilidades, mientras que sectores ligados a consumo tienen las mayores correcciones a la baja. Para los siguientes 12 meses se estima un crecimiento de utilidades cercano a 7.6%, el cual no estaría internalizando una recesión y sería vulnerable a recortes.

A menos de un mes de las elecciones intermedias (a mitad de mandato) en noviembre, el partido republicano ganaría el control de la Cámara de Representantes con alta probabilidad, mientras que los demócratas mantendrían la mayoría en el Senado. Sin embargo, la brecha en las encuestas entre demócratas y republicanos se ha estrechado, aumentando la probabilidad de un *red wave* – que los republicanos ganen mayoría en ambas cámaras-. Un Congreso dividido y con mayoría republicana llevaría a un mayor control en el gasto fiscal, sin generar mayores presiones inflacionarias por ese lado. Además, destacar que, en el mes previo a las elecciones históricamente aumenta la volatilidad y posterior a ellas cae significativamente, en conjunto con mejorar los retornos hacia fin de año dado que se despeja parte de la incertidumbre política.

En el contexto actual se privilegia mantener acciones de mayor calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo y valorizaciones atractivas como las *value*. Las acciones tipo *growth* podrían beneficiarse de un ambiente de recesión

en el cual se establezcan y comiencen a caer las tasas de interés. También, dado el significativo descuento en valorizaciones y fundamentos corporativos en general positivos, se decide mantener el *overweight* en *Small Caps*.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Aunque el FMI mantuvo su estimado de crecimiento para este año en 1.7% y apenas lo recortó para 2023 -desde 1.7% a 1.6%-, las perspectivas son desfavorables. El país tiene un sesgo manufacturero y una alta exposición al sector automotriz, por lo que la desaceleración económica global afectará el desempeño económico y los márgenes de utilidades de las compañías.

La reapertura de China en el último mes le da un impulso al sector industrial, con la producción industrial creciendo 5.1% en doce meses, luego de contraerse por cinco meses consecutivos, no obstante, el PMI de manufacturas continúa retrocediendo para ubicarse en 50.8 pts. en septiembre. El consumo se recupera con la flexibilización de entradas a turistas y el PMI de servicios volvió a terreno de expansión económica (52.2 pts.).

En cuanto a política monetaria, la inflación se ubicó en 3% anual en agosto sin acelerarse a niveles comparables de otras economías desarrolladas (inflación subyacente en 0.7% interanual). De esta forma, el Banco de Japón continuaría con una política monetaria expansiva, dando soporte a un diferencial de tasas de interés que ha llevado a una depreciación del yen cercana a 22% en lo corrido del año. Si bien la autoridad monetaria ha intervenido el mercado cambiario, el efecto ha sido transitorio sin lograr revertir la trayectoria de la moneda. El debilitamiento de la moneda si bien beneficia al sector exportador, también encarece el costo de vida y lleva a que los consumidores sean cautelosos con el gasto.

Con respecto al sector corporativo, se han corregido a la baja los estimados de utilidades. Para 2022 se espera una contracción de utilidades cercana a 11%, dato que se compara negativamente con el resto de los desarrollados, mientras que en 2023 las utilidades crecerían marginalmente. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a economías avanzadas, sin embargo, se han observado salidas netas 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 mantiene la posición neutral en China, la sobreexposición en LatAm, el *UW* en Asia EM ex China y el neutral EMEA

Durante septiembre, los retornos de los mercados accionarios de países emergentes mostraron un peor desempeño que desarrollados. La excepción fue **América Latina**, que se mostró más defensivo durante el último mes, cuyas valorizaciones siguen luciendo descontadas, lo que nos lleva a **mantener el *OW***. La cantidad de focos de incertidumbre en China continúan, con miras al vigésimo Congreso del Partido Comunista, y sin catalizadores al alza se decide **mantener el neutral en China**. Con respecto a **Asia EM ex China**, se mantiene el ***UW*** favoreciendo economías exportadoras de *commodities* y con subexposición en países con peores perspectivas económicas. Por el lado de **EMEA**, se mantiene el **neutral** dada la alta incertidumbre económica de algunos países, otros más afectados por la invasión rusa a Ucrania y el Medio Oriente con una posición fiscal saludable y un panorama menos negativos.

América Latina: Se mantiene el *overweight*

Latinoamérica persiste con un rezago relevante de mediano y largo plazo respecto a índices globales, sin recuperar sus niveles de prepandemia, a pesar de mantenerse como la región de mejor desempeño en lo que va del año. Además, las valorizaciones continúan sumamente descontadas, transando en torno a mínimos históricos. Por su parte, el FMI corrigió al alza el crecimiento de la región para 2022 (desde 3.0 a 3.5%). A su vez, el precio de las

materias primas tendría soporte estructural beneficiando a la región, junto a bancos centrales que se acercarán al final del ajuste monetario. Con esto, se decide **mantener la sobreexposición en la región.**

En el caso de **Brasil**, la actividad económica de julio vuelve a sorprender tras crecer 3.9% a doce meses, mientras que el mercado laboral continúa mostrando fortaleza con la creación de 279,000 empleos y la tasa de desempleo de agosto cayendo a 8.9%, el menor nivel desde julio de 2015. Asimismo, el FMI corrigió al alza su estimación de crecimiento para 2022 a 2.8% (desde 1.7% en julio). Por su parte, la inflación persiste con la tendencia de desaceleración, producto de los recortes de impuestos en combustibles siendo 7.2% interanual en septiembre. Dado lo anterior, el Banco Central habría finalizado el ciclo de alza en tasas de interés manteniendo la tasa Selic en 13.75% en su última reunión y se espera que continúe constante hasta mediados del próximo año, cuando podría comenzar un periodo de recortes de tasas. En el plano político se llevaron a cabo elecciones legislativas y presidenciales, las cuales obtuvieron positivos resultados con un mejor desempeño de los candidatos de partidos de derecha, provocando una composición en el Congreso que fomente la negociación entre partidos. Además, pasaron a segunda vuelta el expresidente Lula Da Silva y el actual mandatario Jair Bolsonaro, con una brecha menor a la esperada (5 pts.), manteniéndose como escenario base el triunfo de Lula el próximo 30 de octubre, y esperando que se acerque a la moderación dado los resultados obtenidos. Ante esto los mercados han reaccionado positivamente, con una apreciación de 4.0% en el real junto a un alza en el Bovespa de USD 10% en lo que llevamos de octubre. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U *fwd.* y precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios 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.**

Por el lado de **México**, el IMEF manufacturero regresa a terreno de leve expansión económica en septiembre (50.1 pts.), mientras que la actividad económica de julio creció 1.3% a doce meses. Por otra parte, la inflación de septiembre sorprendió bajo lo esperado manteniéndose constante en 8.7% interanual, pero dado el elevado nivel, Banxico elevó la tasa de política monetaria en 75 pbs. hasta 9.25%, y se espera otra alza de igual magnitud en la reunión de noviembre. Además, durante septiembre el peso mexicano destacó como una de las monedas más defensivas entre las economías emergentes, al mantenerse sin depreciación, mientras que el país sigue liderando la entrada de flujos a la región durante el año (~5.1% 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., ejemplo de esto es que México se ubicó como primer socio comercial de éste en agosto, con exportaciones por USD 40,300 millones. En cuanto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio 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.**

En el caso de **Chile**, continúa el proceso constitucional a través de las negociaciones de los partidos políticos para elegir el nuevo mecanismo para tener una nueva constitución. Dentro de la discusión ha sobresalido el llamado a la moderación, disminuyendo el riesgo político en el país, estableciendo ciertos límites para el proceso transversalmente desde la oposición como el oficialismo, ya existiendo acuerdos entre éstos para ciertas bases constitucionales tales como que Chile será un Estado unitario con separación de los 3 poderes del Estado y existencia de un Congreso bicameral. A su vez, se mantiene el mayor apoyo a que el mecanismo para escribir la constitución sea una convención mixta, con convencionales elegidos, pero en conjunto con un comité de expertos que verifique se cumplan las bases constitucionales acordadas. Por el lado económico, la actividad continúa desacelerándose, teniendo una expansión nula en agosto a doce meses, aunque sorprendió con un menor ritmo de ralentización al esperado, con lo que el FMI corrigió al alza la estimación de crecimiento para este año desde 1.8% en julio a 2.0% en octubre. De todas formas, las expectativas de recesión se mantienen y se espera que se profundice la desaceleración en los próximos meses, por lo que el gobierno envió el Proyecto Ley de Presupuestos para 2023 con un carácter contra cíclico para apoyar a la actividad, pero a su vez ratificando el compromiso fiscal del gobierno, bajando la proyección de deuda bruta a 38.7% del PIB y estableciendo como límite de deuda 41% del PIB a 2025 (desde la meta

previa de 45%). Por su parte, la inflación desacelera en septiembre hasta 13.7% y se espera que en la reunión de política monetaria se eleve la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 11.25%. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos ubicándose bajo su promedio, en términos absolutos y relativos a la región – la primera por más de 2 desviaciones estándar-. Bajo este contexto de menor incertidumbre local y mejora en la actividad económica de este año, se decide **mantener la sobreexposición en acciones chilenas.**

Por el lado de **Colombia**, el mercado laboral continúa mostrando recuperación con la tasa de desempleo de agosto bajando hasta 10.8%, mientras que el FMI corrigió al alza el crecimiento para este año desde 6.3% hasta 7.6%. No obstante, la inflación vuelve a sorprender al alza llegando hasta 11.4% en septiembre, siendo el mayor registro en 23 años. Ante esto, el Banco de la República elevó la tasa de política monetaria en 100 pbs. hasta 10%. En cuanto a comercio internacional, las exportaciones crecieron 43.5% en doce meses, mientras que el precio del petróleo (Brent) -principal exportación del país- en lo que llevamos de octubre ha recuperado ~14% de su valor. En el plano político, el gobierno busca avanzar en negociaciones con la oposición enviando indicaciones al proyecto de reforma tributaria, acercándose a la moderación. No obstante, el mercado todavía no reacciona de forma positiva a los esfuerzos del gobierno y hubo salidas de flujos netas a fondos e ETFs por ~1.0% del total de activos gestionados en septiembre. A su vez, el peso colombiano se depreció 3.9% en el mismo mes, afectado por el contexto global de fortaleza del dólar dada su posición vulnerable de tipo de cambio por su elevado déficit de cuenta corriente. Respecto a valorizaciones, permanecen en niveles atractivos tanto en términos absolutos como relativos a la región. 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.**

La economía de **Perú** continúa desacelerándose, creciendo 1.4% interanual en julio, bastante inferior a la expansión de 3.4% en junio, mientras que la tasa de desempleo de agosto aumentó a 7.3%, dejando atrás la tendencia de recuperación del mercado laboral. Por su parte, la inflación volvió a sorprender al alza, llegando en agosto a 8.5%, por lo que el Banco de la Reserva elevó la tasa de política monetaria en 25 pbs. hasta 7.0%. Con esto, se espera que continúen con el ajuste monetario y 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. En comercio internacional, las exportaciones del sector minero cayeron 21.5% interanual en julio – considerando una caída de 27.1% en exportaciones de cobre en dicho periodo-. Asimismo, el precio del cobre – una de las principales exportaciones del país- cayó 3.5% en septiembre y acumula una caída de 23% en lo que va del año. Por otra parte, el sol peruano tuvo una depreciación de 3.3% en septiembre, mientras que durante el mes hubo salidas netas de flujos a fondos e ETFs por ~4.6% del total de activos gestionados. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio en términos absolutos y relativos a la región. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con un complejo escenario político que genera problemas de gobernabilidad que afectan la inversión y perspectivas negativas para el cobre, se decide **aumentar el *underweight* en acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, el PIB del segundo trimestre creció 6.9% a doce meses, levemente sobre lo esperado, pero estimándose como un *peak* de crecimiento para el año junto a un deterioro en los siguientes 2 trimestres. Además, la inflación continúa acelerándose, alcanzando en agosto un nivel de 78.5% interanual (7% mensual), provocando que el Banco Central elevase la tasa de referencia en 550 pbs. hasta 75%. En comercio internacional, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- tiene una tendencia a la baja cayendo 9.5% en septiembre. Asimismo, el país presenta una sequía que afecta a las principales zonas agrícolas productivas, lo que puede llegar a disminuir las próximas cosechas de cereales en octubre. Por otra parte, la implementación del dólar soja durante septiembre (a un tipo de cambio mayor al oficial) mejoró la acumulación de reservas, sin embargo, aún existe un panorama muy complejo para poder cumplir con las metas acordadas con el FMI. Con el fin de proteger el bajo nivel de reservas, se creó dos tipos de cambio: el dólar Qatar y dólar Coldplay con una brecha cambiaría en torno a 30% sobre el tipo de cambio oficial ante ciertas condiciones, con el objetivo de disminuir la demanda de dólares por parte

de los ciudadanos. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y problemas de gobernabilidad, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene la posición neutral

La situación sanitaria en China sigue incierta. Si bien se levantaron las medidas de cuarentena en Chengdú, el gobierno no ha anunciado un cambio en el foco y en lo más reciente se han observado nuevos aumentos en el número de casos nuevos y restricciones en Shanghái. Por el lado político, durante octubre se realizará el vigésimo Congreso del Partido Comunista, en el que se espera que Xi Jinping mantenga sus tres principales títulos; (1) Secretario General del partido comunista, (2) Presidente de la Comisión Central militar y (3) Presidente, lo que preservaría el rumbo actual de política. No se esperarían cambios en la política sanitaria durante este año y la intención de unificar China bajo el régimen socialistas conservaría- o incluso elevaría- las tensiones con EE.UU.

Los indicadores de alta frecuencia continúan mostrando deterioro, y el PMI Caixin de manufacturas exhibió en septiembre caídas más profundas que las del mes anterior, presionado por las restricciones de movilidad. Si bien el registro oficial de manufacturas sorprendió al mercado y pasó a terreno positivo, el no manufacturero bajó hasta 50.6 pts., con la actividad de servicios contrayéndose. En política monetaria, la autoridad decidió mantener las tasas de préstamos de 1 y 5 años en 3.65% y 4.3% respectivamente, probablemente para evitar ampliar el diferencial de tasas con EE.UU. y una depreciación adicional del yuan, que llegó en septiembre a niveles no observados desde 2008, presionado por la fortaleza del dólar. Incluso cuando el Banco Central intervendría para prevenir esta depreciación, el yuan continuaría con esta tendencia.

Luego de la importante caída en la bolsa en septiembre (USD 14.7% el índice *offshore*), las valorizaciones lucen más atractivas con respecto a su historia, lo que se disipa al ajustar la razón P/U *fwd.* por la tasa del bono soberano a 10 años. Además, en términos absolutos, estas razones lucen caras con respecto a pares emergentes. Las expectativas de utilidades se siguen recortando, tanto para este año como para el próximo, mientras que se observan salidas de flujos del ETF más representativo en el último mes. Con todo, octubre se mantendría sin un catalizador al alza que diera soporte a China por sobre sus pares, por lo que se decidió **mantener la posición neutral de septiembre.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el *UW*

Durante septiembre, la bolsa asiática mostró los peores retornos dentro de países emergentes, en tanto el índice MSCI de Asia Emergente cayó USD 13.2%. Dentro de los desempeños más negativos, destacaron las caídas de Corea del Sur, Filipinas y Taiwán, cuyas perspectivas se mantienen negativas. Algunos países comienzan a mostrar menores presiones inflacionarias, pero aún en un proceso de ajuste monetario y la inflación se ubica sobre el rango meta para todos los casos. La crisis energética en Europa y las nuevas sanciones a Rusia, junto con los cortes de suministro de gas natural, siguen entregando soporte a economías exportadoras de *commodities* energéticos, cuyo posicionamiento se favorece. En este contexto, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China.**

El mercado accionario de **India** se mostró más defensivo que sus pares de Asia Emergente en septiembre (USD ~-6.1%), y las valorizaciones aún transan sobre sus promedios históricos y otros países emergentes. Sin embargo, al ajustar la razón P/U *fwd.* por la tasa del bono soberano a 10 años, dicha métrica se encuentra levemente bajo sus promedios de 3, 5 y 7 años. La inflación se ha seguido acelerando, llegando a un 7% en septiembre, pero el Banco Central se encuentra altamente comprometido a frenarla, aumentando nuevamente su tasa de referencia en 50 pbs. hasta 5.9%, acumulando alzas por un total de 190 pbs. en lo corrido del año. El Primer Ministro (en el cargo desde 2014), ha realizado reiterados esfuerzos para que India sea una potencia manufacturera, y en cierto sentido, desplace a China, cuyas tensiones con occidente han aumentado. En este contexto, durante septiembre, se anunció la confección del iPhone 14 en India, así como otras medidas para agilizar la inversión. Por su parte, tanto el PMI manufacturero como de servicios se ubican en terreno de expansión (55.1 pts. y 54.3 pts. respectivamente), con empresarios que se declaran optimistas respecto de las perspectivas económicas. **Dado lo anterior, se decide neutralizar la posición en acciones indias desde una subexposición.**

El won **coreano** ha sido la moneda de Asia Emergente con peor desempeño en lo corrido del año. Incluso cuando el Banco Central comenzó con las alzas de tasas en julio del año pasado, el Fed lo adelantó y la fortaleza del dólar observada en septiembre debilitó la moneda aún más. Por su parte, la inflación comenzó a desacelerarse por una demanda golpeada por las sucesivas alzas de tasas. En cuanto a indicadores de alta frecuencia, el PMI manufacturero de septiembre mostró caídas más pronunciadas y se ubicó en 47.3 pts., dando cuenta de una demanda global y del sector de semiconductores deterioradas. Con respecto al comercio exterior, las exportaciones e importaciones de agosto se expandieron 2.8% y 18.6% interanual respectivamente, con las exportaciones de semiconductores retrocediendo 5.7% en doce meses. Si bien las valorizaciones lucen atractivas, las proyecciones de utilidad se han corregido sucesivamente a la baja y los flujos al principal ETF se mantuvieron planos en el último mes y a la baja en los últimos tres. Con todo, **se decide aumentar el UW en acciones surcoreanas.**

Por el lado de **Taiwán**, el *momentum* económico se sigue deteriorando y el promedio del PMI manufacturero del tercer trimestre de este año sugiere el peor desempeño desde el último trimestre de 2008. Las tensiones geopolíticas han aumentado en lo más reciente, en tanto las autoridades declararon que cualquier incursión de parte de China en cielo taiwanés iba a ser considerado como el “primer *strike*”. Si bien las presiones inflacionarias son acotadas (2.8% en septiembre) y las alzas de tasa de referencia han sido más tímidas (50 pbs. en lo que va del año), la fortaleza del dólar y el diferencial de tasas han llevado a la autoridad monetaria a intervenir nuevamente para frenar la depreciación del dólar taiwanés, y las reservas internacionales muestran la mayor caída desde 2012. A pesar de sus valorizaciones descontadas con respecto a su historia, en términos absolutos se ubican en torno al promedio de pares emergentes y al ajustarlas por la tasa de los bonos soberanos a 10 años se ven menos atractivas que el resto de las economías del grupo. Las perspectivas de utilidades se corrigen a la baja para este y el próximo año. Con lo anterior, **se decide aumentar el UW que se traía en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, **Indonesia** fue el único país con retornos positivos dentro de los emergentes durante septiembre. La autoridad monetaria continúa con el ajuste monetario, con una inflación que se aceleró en septiembre. Los indicadores líderes muestran que la actividad sigue expandiéndose y acelerándose, mientras que la crisis energética en Europa le entrega soporte. Por el lado de **Tailandia**, el *momentum* económico mejora en septiembre y si bien las valorizaciones continúan transando en torno a 1 des. estándar bajo su promedio, los flujos y las perspectivas de utilidades no entregan una señal clara para tomar una posición más agresiva. Con todo lo anterior, se decide **mantener la sobreexposición en Indonesia y el neutral en Tailandia.**

EMEA: Se mantiene neutral

En septiembre, los mercados de EMEA mostraron caídas generalizadas, con países como Arabia Saudita y Turquía exhibiendo desempeños algo más defensivos. Dentro de la diversidad de países que se agrupan en esta designación geográfica, el medio oriente está fuertemente ligado al petróleo, con perspectivas mixtas. Por el lado de Europa Emergente, el escenario es más negativo, estando fuertemente afectado por la invasión rusa a Ucrania, pero con valorizaciones atractivas. Lo anterior, nos lleva a **mantener la exposición neutral a EMEA.**

La **economía sudafricana** ha perdido *momentum*, y el PMI de manufacturas pasó a terreno contractivo en septiembre. Si bien las valorizaciones lucen atractivas, las utilidades esperadas para este año y el próximo continúan corrigiéndose a la baja. Además, la posición fiscal continuaría deteriorándose, lo que, en conjunto con lo anterior, nos lleva a pasar de la posición neutral a una **subexposición en acciones sudafricanas.**

La **economía turca** ha seguido perdiendo *momentum* y la inflación sigue acelerándose, en tanto la autoridad monetaria continúa adaptando su postura hacia una posición más expansiva, recortando nuevamente su tasa de referencia en septiembre en 100 pbs. hasta 12%. Las valorizaciones (P/U *fwd.*) se ubican más de una desv. estándar bajo su promedio, pero al ajustarlas por la tasa del bono soberano a 10 años el atractivo se pierde. Por lo anterior, se decide mantener **la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el UW en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Hungría se suma al *momentum* negativo, con el PMI manufacturero pasando a terreno contractivo en septiembre. A pesar de valorizaciones que lucen baratas con respecto a su historia, las perspectivas económicas se mantienen negativas, entre otras razones por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y no se observan razones para tomar un posicionamiento más agresivo.

Con respecto a la economía **saudí**, en septiembre el PMI manufacturero continuó encontrándose en terreno de expansión económica (56.6 pts.). El mercado mostró caídas más acotadas que el resto de los emergentes, y destacan sus proyecciones fiscales saludables, con niveles de deuda pública acotada, superávit fiscal, al igual que de cuenta corriente. La razón P/U *fwd.* continúa transando bajo sus promedios históricos y la reciente decisión de la OPEP+ de recortar la producción en 2 millones de barriles de petróleo por día, impacta positivamente en sus perspectivas económicas. En este escenario, se decide **mantener la sobreexposición a Arabia Saudita.**

Renta Fija

US Treasuries: neutral en bonos nominales y se aumenta la exposición en TIPS, pasando de neutral a overweight

De acuerdo con lo comentado, el Fed mantiene su postura *hawkish* y reafirma su compromiso con regresar la inflación a su meta de 2%. Bajo ese contexto, las tasas han operado al alza y el *treasury* de 10 años volvió superar el 4% cosa que no ocurría desde el año 2008, mientras que el *treasury* de 2 años alcanzó un máximo 3.34%, no observado desde 2007, a la vez que la curva de rendimientos se mantiene invertida en el tramo 2-10 años. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, siguen cayendo y comienzan a anclarse en torno a 2%. Dado lo anterior, a pesar del alto nivel de tasas, se decide mantener la posición neutral en *treasuries* por la elevada volatilidad en la curva de tasas. Por otro lado, se aumenta la exposición a TIPS desde neutral a *OW*, debido a la protección que ofrecen ante una inflación que sería más persistente de lo estimado y al alto nivel de tasas reales y *yield* que ofrece el activo.

US Mortgages: se mantiene el overweight

Con las recientes alzas de tasas interés, aumentaron las tasas de los créditos hipotecarios encareciendo el financiamiento para adquirir viviendas. Sin embargo, a pesar de que el Fed continuará con el ajuste monetario, las tasas de los créditos hipotecarios parecen estar cerca de un *peak* -tasa hipotecaria a 30 años sobre 6%, no visto desde la crisis *subprime*- y a su vez el sector financiero muestra fortaleza corporativa y las finanzas de los hogares se encuentran saludables. Por su parte, el mercado laboral se mantiene resiliente sin ser afectado en forma significativa por el ajuste monetario. En este sentido, se decide mantiene el *OW* en *US Mortgages* por el atractivo *yield* y alta calidad crediticia.

US Investment Grade: se mantiene el overweight

En la situación macroeconómica actual, en un escenario con las tasas de los *treasuries* en niveles altos y gran parte del efecto del ajuste monetario que ya estaría internalizado en la curva, junto al aumento de las probabilidades de recesión para EE.UU. a doce meses, la inversión en *Investment Grade* estadounidense luce como una opción atractiva en términos de riesgo/retorno debido a su mayor calidad crediticia y *yield* real de 3.53%. Por otro lado, con su duración de 7.4 años y menor riesgo en comparación a otras clases de activo se consolida como una de las principales alternativas para acortar la brecha de duración. Debido a esto se decide mantener el *OW* en *US IG*.

US High Yield: se disminuye la exposición, pasando de overweight a neutral

El ajuste monetario agresivo ha generado un aumento en las probabilidades de recesión en EE.UU., lo que podría ampliar los *spreads* y elevar las tasas de default en compañías estadounidenses. A partir de lo anterior, y a pesar del alto *yield* que ofrece el segmento *US High Yield*, se disminuye el *OW* y se lleva a neutral.

Europe Broad: se mantiene el *underweight*

En el caso de Europa, el escenario macroeconómico sigue siendo muy desafiante. Lo anterior, junto con una combinación riesgo/retorno poco atractiva en comparación a otras subclases de activo y una persistente depreciación del euro, nos lleva a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: se mantiene el neutral

En línea con lo descrito anteriormente, y a pesar de tener un *yield* en niveles altos cercano a los máximos de la pandemia, el contexto macroeconómico de la región nos lleva a mantener la posición neutral en *Europe HY*.

Japan Broad: *underweight*

El índice ofrece un *yield* real menor a cero (-0.54%), 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

En el caso de la deuda emergente, el mayor *yield* que ofrece frente al mundo desarrollado producto de su mayor riesgo de crédito, pero con tasas de *default* esperadas acotadas y en línea con sus promedios históricos, posicionan a la deuda emergente como una de las alternativas más atractivas dentro de la renta fija. En ese sentido, se favorece la deuda corporativa emergente tanto *high yield* como *investment grade*, especialmente en Latinoamérica debido a su menor exposición a conflictos geopolíticos, buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y un ciclo de ajuste monetario que estaría cerca del fin. En cuanto a la deuda soberana emergente, si bien podrían ser una alternativa para acortar la brecha de duración, su menor calidad crediticia, en el actual contexto de un escenario recesivo más probable, la hacen una opción menos atractiva en términos de riesgo/retorno frente a otras alternativas como la deuda corporativa *investment grade*. Por el lado de *local markets*, el dólar mantiene su fortaleza de los últimos meses, lo que dificulta tomar posición esperando 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 – octubre 2022

Monedas	Bench.	Septiembre	Octubre		OW/UW	Cambio
USD	41.8%	51.3%	53.3%	OW	11.5%	2.0%
EUR	17.5%	12.3%	11.6%	UW	-5.9%	-0.7%
GBP	1.5%	1.3%	1.3%	UW	-0.1%	
JPY	6.4%	2.7%	2.5%	UW	-3.8%	-0.2%
GEMs	33.0%	32.4%	31.3%	UW	-1.6%	-1.1%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

Resultados TAACo Global –Septiembre 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%	45%	-5%	-10.2%	-5.1%	-4.4%	13.3	15.6
Renta Fija	50%	55%	5%	-4.9%	-2.4%	-2.6%	13.3	7.1
Caja	0%	0%	0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
Oro	0%	0%	0%	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
Cobertura						0.0%	0.0	0.0
Portafolio					-7.51%	-7.01%	26.5	22.8
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								49.3
Europe ex UK	13.1%	10.5%	-2.6%	-8.7%	-1.14%	-0.91%	-3.8	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.0%	-1.4%	-12.8%	-0.18%	0.00%	3.7	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	-9.1%	-0.26%	-0.26%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	16.3%	2.0%	-10.5%	-1.51%	-1.72%	-0.7	
US Large Cap Value	15.7%	18.5%	2.8%	-8.0%	-1.26%	-1.49%	5.9	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	-9.6%	-0.39%	-0.49%	0.5	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	-11.2%	-0.54%	-0.20%	3.0	
Desarrollados	56.3%	55.1%	-1.2%	-9.4%	-5.28%	-5.07%	8.7	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	-3.4%	-0.14%	-0.25%	21.7	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	-5.9%	-0.04%	-0.04%	0.0	
China	11.8%	11.8%	0.0%	-14.6%	-1.72%	-1.72%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	-12.3%	-2.03%	-1.79%	4.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-11.2%	-0.45%	-0.45%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	0.0%	-7.6%	-0.50%	-0.50%	0.0	
Emergentes	43.7%	44.9%	1.2%	-11.2%	-4.88%	-4.74%	26.0	
Equities					-10.16%	-9.81%	34.8	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	-3.5%	-0.39%	-0.39%	0.0	
US TIPS	1.4%	1.4%	0.0%	-6.6%	-0.09%	-0.09%	0.0	
US Mortgages	7.9%	9.5%	1.6%	-5.1%	-0.40%	-0.48%	-0.3	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	-5.3%	-0.37%	-0.53%	-1.2	
US High Yield	1.7%	2.3%	0.6%	-4.0%	-0.07%	-0.09%	0.5	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	-6.1%	-1.20%	-0.79%	8.4	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	-6.7%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	-5.0%	-0.40%	-0.17%	0.7	
Deuda Desarrollados	57.7%	51.6%	-6.1%	-5.1%	-2.97%	-2.59%	8.1	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	0.0%	-6.2%	-0.25%	-0.25%	0.0	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	-5.9%	-0.36%	-0.36%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	2.9%	-3.6%	-0.13%	-0.23%	3.6	
EM Corporate HY	6.4%	9.6%	3.2%	-4.5%	-0.29%	-0.43%	1.3	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	-3.9%	-0.86%	-0.86%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	48.4%	6.1%	-4.5%	-1.88%	-2.13%	4.9	
Fixed Income					-4.85%	-4.72%	13.0	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre de 2022.

En septiembre cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 7%, 49 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution análisis* (i) el posicionamiento generó valor por la posición larga en bonos, que tuvo un mejor desempeño relativo a acciones, (ii) la selección de instrumentos generó ganancias principalmente en acciones por la sobre exposición a acciones latinoamericanas. En renta fija, por el posicionamiento corto en bonos europeos y largo en corporativos emergentes.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-7.0%	-6.3%	-20.5%	-19.2%	-1.2%	0.2%	2.6%	5.9%	9.9%
Benchmark	-7.5%	-7.0%	-23.3%	-22.6%	-2.6%	-0.9%	1.6%	4.0%	9.5%
Out/Under perf. (bps)	49	61	279	338	147	110	99	192	
Acciones	-9.8%	-8.0%	-26.7%	-24.5%	0.2%	0.2%	3.7%	3.6%	14.6%
Benchmark	-10.2%	-8.3%	-27.4%	-25.4%	-0.1%	0.0%	3.4%	2.9%	14.5%
Europe ex UK	-8.7%	-10.1%	-33.1%	-29.4%	-3.5%	-3.4%	1.9%	1.9%	18.5%
Europe Small Cap ex UK	-12.8%	-14.0%	-40.0%	-38.2%	-2.5%	-3.8%	5.0%	8.0%	22.5%
UK	-9.1%	-11.9%	-21.3%	-17.4%	-5.4%	-5.0%	-2.1%	-0.8%	18.2%
US Large Cap Growth	-10.5%	-3.9%	-32.8%	-25.8%	10.4%	11.8%	12.7%	--	21.3%
US Large Cap Value	-8.0%	-6.5%	-18.1%	-10.3%	1.8%	2.7%	6.2%	4.3%	16.8%
US Small Caps	-9.6%	-2.7%	-24.2%	-21.7%	4.3%	4.0%	8.3%	10.0%	22.4%
Japan	-11.2%	-8.5%	-27.9%	-30.9%	-4.6%	-2.6%	2.9%	0.7%	15.2%
Desarrollados	-9.3%	-6.2%	-25.4%	-19.6%	4.6%	5.3%	8.1%	7.4%	17.5%
LatAm	-3.4%	0.7%	-3.5%	-7.8%	-8.3%	-6.8%	-5.6%	5.1%	30.4%
LatAm Small Cap	-5.9%	4.2%	-8.5%	-16.7%	-8.6%	-6.7%	-7.2%	7.6%	33.0%
China	-14.6%	-22.5%	-31.2%	-35.4%	-7.2%	-5.6%	2.4%	9.7%	21.0%
EM Asia ex China	-12.3%	-7.3%	-27.2%	-25.1%	4.6%	2.7%	4.2%	--	19.3%
EM Asia Small Cap	-11.2%	-7.9%	-29.0%	-27.0%	5.5%	0.1%	2.3%	8.5%	20.0%
EM Europe and Middle East	-7.6%	-3.4%	-37.7%	-39.9%	-10.6%	-7.1%	-6.9%	1.2%	21.2%
Emergentes	-11.7%	-11.6%	-27.2%	-28.1%	-2.1%	-1.8%	1.0%	9.8%	17.7%
Renta fija	-4.7%	-5.1%	-18.1%	-18.9%	-4.8%	-1.7%	0.0%	5.2%	5.9%
Benchmark	-4.8%	-5.7%	-19.1%	-19.9%	-5.5%	-2.2%	-0.5%	4.3%	5.9%
US Govt Agencies	-3.5%	-4.3%	-13.1%	-12.9%	-3.1%	-0.2%	0.5%	4.3%	4.9%
US TIPS	-6.6%	-5.1%	-13.6%	-11.6%	0.8%	2.0%	1.0%	5.9%	5.7%
US Mortgages	-5.1%	-5.3%	-13.7%	-14.0%	-3.7%	-0.9%	0.5%	4.4%	4.3%
US Corps	-5.3%	-5.1%	-18.7%	-18.5%	-3.7%	0.0%	1.7%	6.0%	7.5%
US High Yield	-4.0%	-0.6%	-14.7%	-14.1%	-0.5%	1.6%	3.9%	8.8%	9.0%
Europe Broad	-6.1%	-10.8%	-27.7%	-29.4%	-9.3%	-5.5%	-1.7%	5.0%	8.6%
Europe High Yield	-6.7%	-7.3%	-26.8%	-28.2%	-6.0%	-4.0%	0.8%	8.8%	12.1%
Japan Broad	-5.0%	-6.8%	-23.3%	-25.9%	-11.0%	-5.2%	-5.2%	0.1%	7.9%
Deuda Desarrollados [1]	-5.0%	-6.3%	-19.1%	-19.8%	-5.1%				
EM Sovereign IG	-6.2%	-4.8%	-22.2%	-21.4%	-5.6%	-1.0%	1.0%	7.5%	8.6%
EM Sovereign HY	-5.9%	-3.3%	-22.3%	-23.5%	-7.2%	-4.4%	0.4%	8.9%	13.9%
EM Corporate IG	-3.6%	-3.6%	-16.4%	-16.6%	-3.2%	0.1%	1.8%	--	5.7%
EM Corporate HY	-4.5%	-3.0%	-19.9%	-22.1%	-4.5%	-0.9%	2.8%	--	9.7%
EM Local Markets	-3.9%	-4.2%	-13.0%	-13.5%	-3.6%	-1.9%	-1.3%	--	10.9%
Deuda Emergentes [1]	-4.4%	-3.8%	-17.1%	-18.0%	-4.7%				
Caja	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	-2.6%	-8.0%	-7.4%	-4.1%	4.0%	5.4%	-0.6%	12.2%	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	14.1x	14.9x	2.0%	2.6x	2.2x	11%	7%	17%	1.3
US	16.2x	16.0x	2.0%	3.8x	2.9x	17%	9%	27%	1.0
Europe	10.3x	13.0x	4.0%	1.6x	1.7x	9%	3%	12%	1.1
Japan	11.5x	14.6x	3.0%	1.2x	1.3x	-11%	3%	9%	-1.0
EM	9.8x	11.5x	4.0%	1.4x	1.7x	-10%	5%	12%	-1.0
EM Asia	10.3x	12.2x	3.0%	1.4x	1.8x	-9%	7%	12%	-1.1
CEEMEA	9.7x	9.3x	5.0%	1.7x	1.5x	-36%	6%	25%	-0.3
LatAm	6.8x	11.9x	9.0%	1.5x	1.9x	11%	-8%	22%	0.6
China	9.3x	11.6x	3.0%	1.0x	1.9x	-6%	15%	11%	-1.6
S.Korea	7.2x	9.7x	3.0%	0.8x	1.2x	-15%	-3%	11%	-0.5
Taiwan	9.7x	14.4x	5.0%	1.9x	1.9x	-5%	-7%	20%	-1.9
India	20.0x	17.0x	2.0%	3.4x	3.2x	4%	19%	14%	5.0
Indonesia	14.0x	14.1x	4.0%	2.6x	3.2x	16%	5%	17%	0.9
Malaysia	12.4x	14.9x	4.0%	1.4x	1.9x	-4%	13%	11%	-3.1
Thailand	16.2x	13.4x	3.0%	2.0x	2.1x	-3%	8%	10%	-5.4
Philippines	12.9x	16.2x	2.0%	1.5x	2.5x	10%	22%	9%	1.3
S.Africa	7.5x	12.2x	6.0%	1.5x	2.3x	2%	12%	19%	3.8
Turkey	4.5x	8.1x	7.0%	1.2x	1.4x	71%	-8%	26%	0.1
Poland	5.3x	11.5x	6.0%	0.7x	1.4x	-25%	-12%	10%	-0.2
Czech R.	8.0x	12.3x	9.0%	2.1x	1.7x	130%	6%	18%	0.1
Saudi	14.8x	14.4x	3.0%	2.4x	2.1x	29%	7%	32%	0.5
UAE	12.1x	11.5x	4.0%	1.8x	1.4x	-11%	12%	13%	-1.1
Brazil	5.8x	10.7x	11.0%	1.5x	1.8x	3%	-10%	26%	1.9
Mexico	11.2x	15.0x	4.0%	1.8x	2.5x	16%	7%	19%	0.7
Chile	7.9x	15.2x	8.0%	1.3x	1.9x	96%	-19%	16%	0.1
Colombia	5.6x	13.1x	32.0%	1.0x	1.5x	52%	-10%	29%	0.1
Peru	8.9x	12.5x	5.0%	1.5x	2.9x	31%	1%	19%	0.3

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 28 de septiembre 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.