

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Diciembre	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.1%	1.7%	4.4%	9.7%	7.8%	5.9%	7.4%	9.4%
Benchmark	1.7%	1.1%	3.3%	9.4%	7.1%	5.2%	5.7%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	44	61	109	33	62	71	171	
Acciones	3.4%	3.1%	9.3%	14.6%	10.5%	8.0%	5.6%	14.0%
Benchmark	3.3%	2.8%	9.6%	14.6%	10.4%	7.9%	5.0%	13.8%
Renta Fija	0.4%	-0.6%	-2.3%	4.4%	3.9%	2.8%	6.5%	5.1%
Benchmark	0.1%	-0.7%	-2.9%	3.9%	3.5%	2.3%	5.6%	5.0%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	0.1%	3.6%	-4.3%	12.2%	9.5%	1.7%	12.8%	12.7%

Resultados al 31 de diciembre de 2021

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

*The show must go on* ..... 1

Posicionamiento  
TAACo Global ..... 3

Resultados ..... 13

Desempeño ..... 14

Valorizaciones .... 15

## *The show must go on*<sup>1</sup>

Por tercer año consecutivo en 2021 y a pesar de la pandemia de covid-19, las acciones globales registraron rentabilidades positivas de doble dígito. Se ha conformado un entorno global inédito, en el que también está en curso una revolución digital, medioambiental y de cambios demográficos estructurales. La economía global está afectada por todos estos factores a los que se suman estímulos monetarios y fiscales masivos. Luego de una recesión producto de la paralización por el gran confinamiento global, la fuerte recuperación económica llegó a su peak y la actividad comienza a normalizarse, trayendo con ello desaceleración y altas tasas de inflación no observadas en décadas. Éstas últimas producto de disrupciones en las cadenas de abastecimiento y el regreso de la demanda reprimida por la inmovilización de la población debido a las cuarentenas.

Los bancos centrales comienzan a retirar los estímulos monetarios y/o a subir tasas; liderados por el banco central más importante, el Fed de los Estados Unidos, que comenzó a reducir la liquidez inyectada (*tapering*) con cautela e intentando proteger la recuperación, o más bien evitar un “aterrizaje forzoso”.

En cuanto a la pandemia, ésta sigue su curso, frenada de manera efectiva por la vacunación de la población. Se siguen generando nuevas variantes, la última y en la actualidad propagándose rápidamente por el mundo, Ómicron, aunque muy contagiosa, de menor gravedad y letalidad, sobre todo en personas vacunadas.

Y así, el mundo sigue funcionando, de manera diferente en varios ámbitos, debido a la pandemia y la aceleración que ésta generó en las mega tendencias. No obstante, de una u otra forma también estamos volviendo gradualmente a nuestras actividades tradicionales familiares, sociales, comerciales, laborales, etc.

En los mercados, los dos últimos años han dejado rentabilidades positivas, aunque con grandes divergencias entre países, sectores y temas. También, en los índices que muestran fuertes alzas, hay una alta concentración entre ciertas compañías cuyos precios accionarios son los que predominan y lideran la tendencia.

### Asignación de activos. –

Terminamos el año con una decidida sobreponderación en renta variable sobre la renta fija. No obstante, a pesar de que aún tenemos tasas de interés reales negativas, potencialmente inflación y que las empresas son las mejor preparadas para hacer frente a este escenario, hay

En 2021 y por tercer año seguido, las acciones globales rentan a doble dígito...

Pero la economía global comienza a desacelerarse y la inflación se torna persistente

El Fed comienza a retirar la liquidez

Mundo convive con la pandemia en la medida que avanza la cobertura de las vacunas

Retornos accionarios han sido dispares desde el comienzo de la pandemia

<sup>1</sup> La función debe continuar. Canción de la banda de rock británica Queen, del álbum Innuendo (1991). Dicha frase es originalmente atribuida al artista francés Charles Aznavour (1924-2018)



una tensión que produciría una combinación riesgo/retorno compleja. Entre los factores por considerar están las altas valorizaciones de algunas acciones, tasas de interés de mercado que están en niveles inexplicablemente bajos en este entorno y la mayor volatilidad que prevalecería este año. Ello implica que más que “sólo” estar largo en acciones, en 2022 escoger en qué acciones es clave.

De ahí que se reduce la sobreponderación en acciones y esa liquidez se asigna a caja como un medio de sacar provecho de potenciales alzas de tasas o de oportunidades de inversión que se presenten.

Valorizaciones elevadas, tasas de interés inusualmente bajas, mayor volatilidad, entre otros factores llevan a que selectividad sea clave

## Posicionamiento de la cartera – enero 2022

TAACo Global	Bench.	Diciembre	Enero	OW / UW		Cambio		
Acciones	50%	60%	55%	OW	5%	-5.0%	-	Se disminuye a 55% la exposición a acciones, se mantienen RF en 25%. Se asigna 5% a oro y se aumenta a 15% la caja
Renta Fija	50%	25%	25%	UW	-2.5%			
Caja		10%	15%	OW	15.0%	5.0%	+	
Oro		5%	5%					
<b>Total Cartera</b>								
Europe ex UK	12.5%	12.5%	13.5%	OW	1.0%	1.0%	+	Se aumenta a OW la posición en Europa y se mantiene OW UK
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	1.5%	N				
UK	2.7%	3.7%	3.7%	OW	1.0%			
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	13.2%	UW	-1.0%	-1.0%	-	US: se lleva <i>large cap growth</i> a UW y se mantiene el OW <i>value</i> y <i>small cap</i>
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%			
US Small Caps	4.3%	4.8%	4.8%	OW	0.5%			
Japan	5.2%	3.0%	3.0%	UW	-2.2%			UW en Japón
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>55.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>OW</b>	<b>0.3%</b>			
LatAm	4.3%	4.3%	4.3%	N				Se mantiene neutral Latinoamérica
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.8%	N				
China	13.4%	13.8%	13.8%	OW	0.4%			OW China
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	15.9%	OW	1.0%	-0.5%	-	Se modera OW en EM Asia ex China para reducir el UW en EMEA
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	3.4%	N				
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	6.8%	UW	-1.7%	0.5%	+	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-0.3%</b>			
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>0.0%</b>			
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%			
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N				Se mantiene UW US Corps y OW deuda High Yield (en US y Europa)
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW	-1.0%			
US High Yield	1.8%	4.6%	4.6%	OW	2.8%			UW bonos europeos y japoneses
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW	-6.1%			
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.7%	OW	3.0%			
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW	-4.5%			
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.8%</b>	<b>50.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-5.8%</b>			
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	5.6%	N				Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos high yield
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	6.2%	N				
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	5.0%	N				
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	12.5%	OW	5.8%			
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N				
<b>Deuda emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>49.2%</b>	<b>OW</b>	<b>5.8%</b>			
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					

En enero la cartera del TAACo Global disminuye la sobreexposición a acciones hasta 55%, manteniendo la posición en renta fija en 25%, y asignando 15% a caja dado el atractivo de las tasas cortas, con 5% en oro como protección ante eventos disruptivos.

Luego de tres años con las acciones globales rentando a doble dígito y valorizaciones que parecen elevadas, sobretudo en acciones de tipo *growth*, es que se decide reducir la exposición a acciones. Dentro de la cartera de renta variable se favorece el posicionamiento hacia regiones, países, estilos, sectores que se encuentran rezagados y que aún poseen potencial de apreciación. De esta forma se lleva a OW Europa en desmedro de una posición corta en *growth* estadounidense. Por su parte se mantiene el OW el Reino Unido y en *US Large Cap Value*. Se mantiene el UW en Japón en pro de financiar posiciones con mayor potencial de apreciación. Dentro de emergentes, se conserva el neutral en Latinoamérica por falta de catalizadores al alza y se mantiene el OW de China. Se modera la sobreexposición al resto de acciones asiáticas para disminuir el UW en EMEA.

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

## Renta Variable

### **Europa ex UK: se aumenta la posición a *overweight* y se mantiene neutral en *small cap***

La región está siendo afectada por la propagación de ómicron, lo que ha llevado a los contagios diarios a niveles no vistos en olas anteriores. No obstante, esta variante del virus está siendo más contagiosa, pero menos letal, por lo que de momento en la región no se han reimpuesto restricciones a la movilidad estrictas a pesar del aumento en los contagios.

De esta forma el año comienza nuevamente conviviendo con el covid-19 a la vez que el *peak* de la recuperación económica queda atrás. Se estima que en 2021 la región crecería cerca de 5% para desacelerarse a 4.4% en 2022, lo que aún está sobre la tendencia de largo plazo. Los datos económicos internalizan ya un menor ritmo de crecimiento y mejora el *momentum* económico. Países con mayor sesgo manufacturero, como Alemania, podrían incluso acelerar su crecimiento en 2022 en la medida en que se alivien las presiones en las cadenas de suministros, a lo que se suma un cambio de liderazgo con la llegada de Olaf Scholz, quién impulsaría el gasto fiscal en los próximos años. Además, los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios continúan sobre el umbral de expansión (sobre 50 pts.), aunque desacelerándose respecto a meses previos al vaivén de los contagios de covid. Esto apoyaría la tesis de que la economía seguiría expandiéndose, aunque a un menor ritmo.

Por el lado monetario, el nivel de precios ha aumentado por efectos de base de comparación, aumentos en los precios de la energía, disrupciones en las cadenas de suministros y aumento de la demanda, llegando al mayor nivel desde que se implementó el euro. La inflación de diciembre fue 5.0% interanual, mientras que el índice de precios al productor aumentó 23.7% en doce meses a noviembre, lo que eventualmente presionará los márgenes corporativos y/o llevará a que el Banco Central Europeo (BCE) ajuste la política monetaria para controlar la inflación. Si bien la autoridad monetaria ha mantenido un discurso *dovish* (en favor de mantener bajos los costos de financiamiento), desde septiembre se comenzaron a reducir los programas de compras de bonos (*tapering*).

A pesar del comienzo del retiro del exceso de liquidez, ésta aún es abundante. Este año el crecimiento estará apoyado aún por estímulos fiscales y monetarios que están operativos. A nivel regional, sólo el Fondo de Recuperación desembolsará montos que totalizarían €750,000 millones.

En cuanto al sector corporativo, este mes comienza la temporada de reportes de utilidades del 4to trimestre de 2021. Se espera que al igual que el crecimiento, las utilidades se desaceleren al cierre del año y en 2022. Si en 2021 se estima que las utilidades crecerían cerca de 55%, este año lo harían solo 7% (dato que fue corregido a la baja en el último mes). A nivel de sectores, las utilidades serían impulsadas por los sectores de energía (que continúa con el buen *momentum* de 2021), industrial y consumo discrecional.

Las acciones de la Zona Euro cierran 2021 rentando menos que las globales y aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. En cuanto a valorizaciones, la razón P/U fwd. 12 meses transa en línea con el promedio a 5 años, mientras que la razón P/VL transa sobre éste. Sin embargo, en términos relativos a mercados desarrollados, las acciones transan con descuentos.

Dado fundamentos económicos favorables, rezago accionario de corto y largo plazo, valorizaciones atractivas en términos relativos y que el índice posee una posición diversificada entre sectores, con una alta exposición al sector financiero (que se beneficiará del empinamiento de las curvas de tasas de interés) y sectores con alto potencial de crecimiento de utilidades (consumo discrecional, industrial) es que se **decide aumentar la posición en acciones europeas *larga cap* a *overweight***. Por su parte, **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 *overweight* la posición**

Los contagios diarios se mantienen elevados por la expansión de ómicron; sin embargo, con 71% de la población inmunizada y con 53% habiendo recibido dosis de refuerzo se avanza hacia una “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el covid.



En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados como medidas contra cíclicas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica, el país sorprendió, recuperándose más rápido de lo esperado. Pero dado el escenario de incertidumbre que está generando ómicron, se estima que el PIB termine 2021 cerca de 1.5% bajo el nivel prepandemia. De todas formas, las nuevas olas de contagios afectan cada vez menos el desempeño económico. Por su parte, los indicadores líderes PMI's de manufacturas y servicios se mantienen sobre 50 pts., adelantando que la recuperación económica continuará a pesar de los rebrotes de covid.

Por el lado monetario, la inflación llegó en noviembre a 5.1% interanual, el registro más alto en casi tres décadas. En respuesta a la elevada inflación, el Banco de Inglaterra (BoE) en su reunión de política monetaria de diciembre decidió por 8 votos a favor y uno en contra subir en forma inesperada la tasa de referencia 15 pbs. hasta 0.25%, manteniendo sin variaciones los programas de compras de activos. El impacto económico de ómicron, disrupciones en las cadenas de suministros, aumento en el precio de los commodities, sobre todo energéticos, falta de mano de obra y aumento en los salarios están llevando a que el aumento en los precios sea más prolongado que transitorio. El mercado laboral muestra fortaleza, con la tasa de desempleo cayendo a 4.2% en octubre.

Respecto al mercado accionario, los índices de acciones británicas poseen alta exposición a sectores que se beneficiarán de alzas de tasas de interés, como el financiero, y de precios de energía más altos, como el energético. Las acciones británicas registran un rezago de años respecto de las acciones europeas y globales, pero el 2020 esta brecha se amplió aún más debido al *Brexit*, riesgo que en el margen se disipa. Las proyecciones de utilidades corporativas se corrigen al alza en el último mes e indican un crecimiento cercano a 83% para 2021. Para el 2022 se espera un crecimiento de 2.7%, el que se compara negativamente con el resto de Europa.

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

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

### **Estados Unidos: Se mantiene la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* y *Small Cap*. Se lleva a *underweight* las acciones *Large Cap Growth***

La recuperación económica alcanzó un *peak* durante el segundo trimestre y en 2022 se observaría una moderación de los datos económicos en la medida que se desvanecen los efectos de los estímulos fiscales y comienza el retiro de estímulos monetarios, lo que impactaría directamente en el consumo. Sin embargo, tal escenario -de menor crecimiento, no de estancamiento o contracción- ya estaría internalizado en las expectativas.

Por el lado laboral, la situación venía mejorando, pero la creación de empleo de diciembre decepcionó ampliamente. Se agregaron sólo 199 mil nuevos puestos de trabajos no agrícolas, bajo las estimaciones de 450 mil; pero el dato del mes anterior fue corregido al alza desde 210 mil a 249 mil. Por su parte, la encuesta a los hogares muestra un resultado opuesto, y la tasa de desempleo cayó a 3.9% desde 4.2% en noviembre, mientras que la participación laboral se mantuvo constante. Ante lo ajustado del mercado laboral, los salarios aumentan 4.7% interanual (0.6% mensual), sobre las expectativas.

Por su parte, ante el persistente aumento de la inflación (6.8% interanual en noviembre, el mayor registro en tres décadas) el Fed alerta que será necesario un mayor ajuste monetario para controlar el avance en los precios. De esta forma, el mercado estima 3 alzas de tasas de interés para este año y otras 3 para el próximo, lo que ha llevado a que la curva de tasas de interés se empine. La tasa del bono del tesoro a 10 años pasó de 1.51% al cierre del 2021 a 1.78% al 10 de enero.

Respecto al sector corporativo, luego de que el crecimiento de utilidades tocara un peak durante el segundo trimestre de 2021, para el último trimestre se espera un crecimiento cercano a 20%, el cual se ha venido corrigiendo a la baja. Para 2022, una alta base de comparación, menor demanda y mayores presiones de costo llevarían a que las utilidades crezcan en torno a 7%, dato que se mantiene estable respecto al mes anterior, y que sería impulsado por los sectores de energía, consumo discrecional e industrial.

La combinación de inflación persistente y alza de tasas de interés está llevando a que en el inicio de año las acciones que son más sensibles a variaciones en las tasas, como las de estilo *growth*, se vean impactadas negativamente. Así, se opta por favorecer la rotación desde acciones *growth*, que además muestran elevadas valorizaciones, hacia estilos como el *value*, que muestra rezago y mayor espacio de apreciación, que logra capturar de mejor manera el alza de la inflación, de tasas de interés, con mayor exposición a sectores como el financiero, industrial y energético.

Por su parte, las valorizaciones, en forma agregada, 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 4.1% de los activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

El *momentum* económico se estabiliza y en la medida que la economía continúe recuperándose, las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*, que además son altamente sensibles a variaciones en las tasas de interés. Por esta razón **se decide llevar a *underweight* la posición en *US Large Cap growth*, mientras se conserva la sobreexposición a acciones *US Large Cap Value y Small Caps***. Estas últimas poseen una alta exposición a sectores que se benefician de la consolidación del crecimiento, como el industrial, y del empujamiento de la curva de tasas de interés, como el financiero; con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a tener un sesgo *growth*).

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

Las perspectivas para Japón lucen más favorable que en meses anteriores, tanto por el manejo de la pandemia como por un cambio de liderazgo. La pandemia está controlada, mientras que el 79% de la población se encuentra inmunizada (sin avance respecto al mes previo). A lo anterior, se suma que el primer ministro Fumio Kishida impulsará el gasto fiscal con un paquete de USD 490 billones (casi 10% del PIB) con el fin de acelerar la recuperación económica a la vez que buscará reducir las desigualdades sociales. A diferencia del resto del mundo, según estimaciones del FMI el crecimiento se aceleraría en 2022 hasta 3.2% desde 2.4% en 2021.

Por su parte, el control de la pandemia y los estímulos fiscales y monetarios, mejoran las expectativas económicas. Tanto el PMI de servicios como de manufacturas se mantienen sobre los 50 pts., mientras que la confianza del consumidor se ubica en el nivel más elevado desde que comenzó la pandemia.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se acelera, pero se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en noviembre fue de 0.6% interanual), lo que permitiría al Banco de Japón mantener una política monetaria expansiva por un largo período, más prolongado que pares globales, aunque ya se anunció el fin del programa de compra de activos pandémicos.

Con respecto al sector corporativo, se estima una expansión de las utilidades cercana a 80% para el 2021, cifra que se mantiene sin variaciones respecto al mes previo; para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 8%, superior al resto de mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a países desarrollados.

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

desaceleración del crecimiento global dado que el país tiene un fuerte sesgo exportador. En razón a lo anterior **se decide mantener la subexposición a acciones japonesas.**

**Acciones Emergentes: Se mantiene el leve OW en China. Se reduce el OW en Asia EM ex China para disminuir el UW en EMEA. Se mantiene la exposición neutral en Latam.**

Luego de cerrar el 2021 con rentabilidades negativas y más de 20 puntos por debajo del ACWI, las perspectivas para este año de mercados emergentes se benefician del mejor *momentum* económico de China, *commodities* que seguirán siendo claves para la recuperación económica global y valorizaciones atractivas respecto a pares desarrollados. Sin embargo, las alzas de tasas en los bancos centrales locales (en EMEA, Latam y Corea principalmente) que continuarían durante la primera parte del año y la incertidumbre en torno a los movimientos del Fed podrían seguir generando ruido y volatilidad en el corto-mediano plazo. Dado lo anterior, **se mantiene un leve UW en mercados emergentes.**

**América Latina: Se mantiene la posición neutral**

La región mantiene un rezago relevante respecto a índices globales, junto a valorizaciones en niveles atractivos dentro de los emergentes. No obstante, Latinoamérica se ve amenazada por la desaceleración económica de China, presiones inflacionarias, incertidumbre política, y los riesgos de aumentos en contagios por ómicron, por lo tanto, se decide **mantener neutral.**

En el caso de **Brasil**, el mercado laboral se recupera creando 324,000 empleos en diciembre, disminuyendo así la tasa de desempleo a 12.1% - la cifra más baja desde primer trimestre de 2020-. Además, se registró el mayor superávit presupuestario desde 2013, con USD 680 millones en noviembre. Por su parte, el Operador Nacional del Sistema Eléctrico descartó que en 2022 exista riesgo de racionamiento energético debido a que la temporada de lluvias ha permitido que las represas recuperen gran parte de su capacidad. No obstante, el precio de los cereales se mantiene elevado, presionando la inflación por el lado de los alimentos. En el escenario político, se aprobó la reforma constitucional para aprobar el aumento en el programa social Auxilio Brasil, sobrepasando el límite constitucional de gasto fiscal, por tercer año consecutivo, por el monto de 111,000 millones de reales. Además, el gobierno anunció que no habría aumentos en el salario de los empleados públicos -exceptuando policías-, pero provocó descontento entre los trabajadores, quienes llamaron a manifestaciones el 18 de enero y amenazan con huelga, presionando así el gasto fiscal. Por su parte, los contagios diarios de covid-19 se han cuadruplicado durante la última semana debido a ómicron, aunque aún no se aplican restricciones de movilidad dado que el 67% de la población está completamente vacunada con 2 dosis.

La inflación se mantiene en cifras de 2 dígitos por tercer mes consecutivo, siendo el registro de noviembre 10.7% interanual, el mayor desde 2003, provocando que el Banco Central subiera la tasa Selic en 150 bps llegando a 9.25%; se estima que en la reunión de política monetaria de febrero se realice otra alza de igual magnitud. Respecto al comercio exterior, tanto el hierro como la soya tuvieron incrementos relevantes en sus precios durante diciembre, beneficiando así a las exportaciones del país. Las valorizaciones por su parte muestran señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* bajo el promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, mientras que la razón P/VL se encuentra en el promedio. Dado este escenario, donde se mantiene la recuperación del mercado laboral, valorizaciones atractivas, repunte en precio de *commodities*, pero contrastado con presiones inflacionarias y fiscales, más aumentos significativos de contagios, **se decide mantener la posición neutral en acciones brasileñas.**

En **México**, los indicadores líderes IMEF repuntaron en diciembre, dado que tanto el manufacturero como el de servicios llegaron a 52.6 pts., entrando a terreno de clara expansión económica y mejorando así las perspectivas del cuarto trimestre de 2021. Además, la producción industrial de noviembre creció 0.6%, recuperándose de la contracción del mes previo. Sin embargo, la inflación persiste con una tendencia al alza y llega a 7.4% a 12 meses en diciembre, por lo que se estima que Banxico continúe su ciclo de ajuste monetario, elevando la tasa de política monetaria durante el año – se proyecta que termine en 6.5% a fines de 2022 desde 5.5% en la actualidad-. En el escenario político, se mantiene la incertidumbre acerca de la reforma eléctrica del gobierno, que tiene fecha límite de discusión el 22 de abril. Por su parte, hay un aumento en los contagios de covid-19 por ómicron, pero como no hay incrementos significativos en las muertes y hospitalizaciones no se han aplicado restricciones de



movilidad. Respecto a valorizaciones, persisten en niveles atractivos, tanto la razón P/U *fwd.* a 12 meses como P/VL se encuentran bajo el promedio de los últimos 5 años en términos absolutos, pero en relativos a la región transan con premio debido al buen desempeño del 2021. En base a lo anterior, dado una recuperación en actividad económica, el elevado precio de *commodities* energéticos (aunque con perspectivas menos favorables durante 2022), pero con incertidumbre respecto a reformas del gobierno, **se decide mantener un leve overweight en acciones mexicanas.**

La segunda vuelta de las elecciones presidenciales en **Chile**, en las que ganó el candidato de izquierda Gabriel Boric, dieron fin a un cargado período de elecciones que generó altos niveles de incertidumbre política, social y económica. A pesar de esto, ésta tónica de incertidumbre permanecerá presente al menos los próximos meses, hasta tener mayor claridad respecto al tono político que definirá el mandato del presidente electo Gabriel Boric, junto con el nuevo texto constitucional que se someta al plebiscito de salida, actualmente agendado para fines de junio. Por su parte, la actividad económica sigue avanzando, pero se desacelera, luego de que el 14.3% de crecimiento interanual en diciembre superara las expectativas por octavo mes consecutivo, pero mediante un avance mensual de 0.3%, explicado por el único sector que creció en el mes (servicios), con todos los demás sectores retrocediendo levemente. En este mismo sentido, la confianza empresarial mantiene su tendencia a la baja que comenzó hace 3 meses, y alcanza 46.6 pts., por debajo del nivel neutral de 50 pts. Por otro lado, las presiones inflacionarias no se van, y la inflación finalizó el año 2021 con un registro de 7.2%, el más elevado en 14 años, lo cual soporta la política agresiva de retiro de estímulos monetarios del Banco Central, y ya se anticipa una nueva alza de al menos 100 pbs. en la reunión de enero, para llevar la tasa de referencia a 5.0%. Las valorizaciones, por su parte, permanecen atractivas, con la razón P/U *fwd.* y la P/VL una desviación estándar bajo su promedio a 5 años. Los supuestos extremadamente negativos que subyacen en los precios de los activos locales, que incorporan en parte los peores escenarios que se podrían dar en términos políticos, sumado a una eventual moderación en el programa de gobierno de Boric debido a un congreso fragmentado, a una actividad económica que sigue superando las expectativas, y a una pandemia que aún permanece bajo control a pesar de la aceleración de casos nuevos por la llegada de ómicron, inclinan la balanza en favor de la exposición a Chile, por lo que se decide **llevar de neutral a una sobreexposición a las acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, se comienza a ver una desaceleración económica dado que la actividad económica de octubre creció 9.3% interanual, la tasa de desempleo de noviembre bajó marginalmente a 12.2% y la confianza del consumidor de noviembre cayó a -1.4 pts, siendo los 3 indicadores peor que las expectativas del mercado. Si bien, el PIB se correlaciona positivamente con el precio del petróleo, lo que agregó *momentum* a la economía durante el año pasado, las perspectivas del precio del crudo se moderan para este año. Por su parte, persisten las alzas a nivel de inflación, que llegó a 5.6% interanual en diciembre, por lo que se estima que el Banco de la República eleve 75 pbs. la tasa de referencia en la próxima reunión de enero. Además, existe incertidumbre política debido a las elecciones legislativas de marzo y presidenciales de mayo, de las cuales aún no se tiene claridad acerca del camino que vayan a tomar. Por su parte, los casos de covid-19 aumentan a nivel acelerado, con más de 30,000 contagios diarios, pero solo se han cancelado festivales de algunas ciudades, sin implementar mayores restricciones de movilidad. Respecto a las acciones colombianas, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, estando la razón P/VL y la P/U *fwd.* bajo el promedio a 5 años por más de 1 desviación estándar en términos absolutos. A pesar de un precio del petróleo elevado y con valorizaciones en niveles atractivos, la desaceleración de la recuperación de la actividad, un complejo escenario fiscal, incertidumbre política y una nueva ola de contagios, se decide **disminuir la sobreexposición de acciones colombianas y llevarlas a neutral.**

En el caso del **Perú**, el mercado laboral mantiene su recuperación desde septiembre, con la tasa de desempleo de noviembre bajando a 9.1% y alcanzando así su nivel más bajo desde inicios de la pandemia. Además, se reanudaron las operaciones de la minera las Bambas -productora del 2% de cobre del mundo- luego de negociaciones entre el gobierno y las comunidades que bloquearon el paso a un camino del yacimiento durante gran parte de diciembre. No obstante, la inflación se acelera, llegando a 6.4% interanual en diciembre, siendo el nivel más elevado en 13 años y provocando un alza de 50 pbs. en la tasa de política monetaria desde 2.5% a 3.0% en la reunión de política monetaria de enero, estimándose otra alza de igual magnitud en la próxima reunión de febrero. En el escenario político, persisten altos niveles de incertidumbre, dado que el presidente Pedro Castillo alcanzó un 62.1% de desaprobación en diciembre y reiteró como una de las metas del gobierno el modificar la constitución del país. Por su parte, los contagios diarios de covid-19 se han acelerado con un récord de más de



16,000 casos, provocando que el gobierno redujera los aforos de centros comerciales, restaurantes y espacios cerrados a un 40%. Finalmente, sus valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, dado que la razón P/U *fwd.* y P/VL transan bajo su promedio de 5 años en términos absolutos -ésta última por más de 1 desviación estándar. Considerando lo anterior, aún existe un escenario de recuperación económica, pero se mantiene contrastado con una declarada tercera ola de contagios y un panorama político polarizado que genera problemas de gobernabilidad, por lo que se decide **mantener la exposición neutral en acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, la pandemia se comienza a acelerar nuevamente con los contagios alcanzando un récord con más de 109,000 casos diarios y teniendo una positividad cercana al 56%. No obstante, la población vacunada con 2 dosis ya alcanzó el 73% y las autoridades han apelado a la responsabilidad individual sin aplicar restricciones de movilidad. Por su parte, la producción industrial de noviembre creció 10.1% a doce meses, recuperándose luego de 4 meses consecutivos a la baja, mientras el mercado laboral mejora con la tasa de desempleo del tercer trimestre bajando a 8.2%, la menor cifra desde 2017. Sin embargo, la inflación persiste en niveles muy elevados en comparación al resto de la región, en noviembre llegando a 51.4% interanual. Con el fin de combatir las presiones inflacionarias el gobierno implementó un programa de fijación de precios de 1,432 productos por 90 días que finalizó el 7 de enero, y decidió reemplazarlo con una nueva versión que busca controlar el precio de alrededor de 1,300 artículos para que sus alzas sean máximo de 2% mensual durante todo el 2022. Además, se presenta una sequía en el norte de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe, las zonas más productivas del país, que provoca riesgos y preocupaciones acerca de las cosechas de maíz y soja, -de las principales exportaciones del país-. En el escenario político, el oficialismo declaró prioritario llegar a acuerdo con el FMI, y si bien se han mantenido negociaciones con el organismo, aún no se ve claridad en obtener un acuerdo en el corto plazo, dado que el gobierno no aceptaría los requerimientos de consolidación fiscal que pide el FMI. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd* a 12 meses como P/VL transan bajo su promedio de 5 años en términos absolutos. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas, negociaciones desafiantes y una nueva ola de contagios, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

### **China: Se mantiene el leve *OW* en acciones chinas**

Luego de un complejo 2021 para las acciones chinas, con diversos vientos en contra o frenos de mano a la economía local (ajuste monetario y fiscal, política cero-covid y permanentes ruidos regulatorios), para el 2022 se comienzan a observar señales positivas. El Banco Popular de China ha flexibilizado su política monetaria reduciendo en 2 ocasiones la tasa de encaje y durante las últimas semanas agregó una reducción en 5pbs. de la tasa de referencia para los préstamos a 1 año. Además, el *momentum* económico comienza a mejorar luego de que el PMI de manufactura de diciembre volviera a terreno de expansión económica al ubicarse en 50.9 pts. (v/s los 49.9 pts. del mes previo). Destacar además que la sorpresa económica sigue ubicándose en terreno positivo desde el mes pasado.

Por su parte, los principales riesgos para las acciones chinas siguen siendo el regulatorio y la política cero-covid. En cuanto al primero esperamos que se modere hacia el 2022 en la medida que las compañías han comenzado a incorporar las exigencias del gobierno y sus políticas se alinean con los objetivos estratégicos del Partido Comunista Chino. Con respecto a la política cero-covid, estimamos que esta se mantendrá hasta al menos la realización de los juegos Olímpicos de Invierno que comienzan en febrero pero que luego, apoyado en un significativo avance en los programas de vacunación tanto en China como el resto del mundo, el ruido en torno a las restricciones disminuya.

En cuanto al sector corporativo, las utilidades se corrigieron permanentemente a la baja en los últimos meses dado que las regulaciones de las autoridades han presionado los márgenes de ganancias de las principales compañías del gigante asiático. Sin embargo, y en línea con crecimiento económico, esperamos que esto haya tocado piso en los últimos meses y se comiencen a recuperar en la primera parte del año. A su vez, las valorizaciones se moderan con el P/U *fwd.* ajustado a sus promedios históricos y el P/VL cotizando bajo los mismos promedios. Con respecto a flujos se continuaron observando entradas en el último mes para cerrar el 2022 con ingresos de capitales por casi 20% del total de activos administrados a pesar de los ruidos ya mencionados. Dado todo lo anterior, **se decide continuar con el leve *OW*** que se introdujo en el TAACo de diciembre.

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

La alta demanda de semiconductores y el control de la pandemia en India impulsó los rendimientos en la región que cerró 2021 con rentabilidades positivas a pesar del mal desempeño económico y corporativo en China. Hacia el 2022 la alta demanda de *chips* se mantendría al menos durante el primer semestre lo que da soporte a la economía taiwanesa y coreana (en menor medida a la segunda). Por su parte, en el sudeste asiático la recuperación económica recién comienza a tomar forma y se beneficiará de la política monetaria expansiva que continuaría por todo el año. Finalmente, en India las valorizaciones nos llevan a mantener una mayor cautela. Con todo, **se decide reducir el OW en acciones de Asia Emergente ex China.**

Luego de cerrar el 2021 con retornos de más de 20% en USD y luciendo como uno de los mercados emergentes de mejor desempeño, el escenario de **India** para el 2022 luce desafiante. En los últimos días se han comenzado a registrar aumentos de casos con más de 90,000 diarios y las perspectivas económicas se podrían comenzar a resentir. Lo anterior a pesar de que el PMI de manufactura de diciembre se mantuvo en terreno de expansión económica (55.5 pts.). En tanto, las valorizaciones siguen luciendo caras con el P/U fwd. y el P/VL ubicándose más de 1 y 2 desviaciones estándar respectivamente sobre sus promedios históricos. Además, los flujos han estado ausentes y el 2021 cerró con salidas netas de capitales por 8% del AUM. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en acciones indias.**

Durante diciembre las preocupaciones respecto al covid en la región estuvieron ligadas a **Corea del Sur**. Sin embargo, en las últimas semanas se registró una caída en los casos diarios luego de nuevas restricciones a la movilidad. Lo anterior no afectó al PMI de manufactura, que se ubicó en 51.9 pts., pero si disminuyó la confianza de los consumidores, a pesar de que se mantuvo optimista. Por otro lado, luego de dos alzas en la tasa de referencia de 25 pbs., los analistas estiman nuevas alzas en la primera parte del año lo que ejercerá más presión sobre la actividad económica. Con respecto al sector corporativo, se cierra un positivo 2021, sin embargo, el escenario se torna desafiante para el 2022 y analistas incluso anticipan una contracción en las utilidades. Además, las valorizaciones dan señales mixtas con el P/U fwd. bajo su promedio de 5 años, pero el P/VL casi una desviación estándar sobre el mismo. Dado el complejo escenario económico y corporativo para el 2022, **se decide neutralizar desde OW la exposición en acciones surcoreanas.**

Entre los ganadores de la pandemia resalta la industria de semiconductores. La alta demanda de productos tecnológicos en esta IV revolución industrial ha impulsado una mayor demanda de *chips* y lo anterior ha beneficiado especialmente a la economía **taiwanesa**. Con todo, el PIB crecería en torno a un 6% durante el 2021 lo que se suma al alza de las acciones locales de más de un 25%. Hacia el 2022, si bien las tasas de crecimiento tanto precios como en envíos se moderarían, se estima que la industria de semiconductores se mantenga con un alto dinamismo, beneficiando a la economía taiwanesa. La cual, además, ha continuado con una política monetaria flexible y en dónde no se ven ajustes en el corto plazo. Por su parte las valorizaciones dan señales mixtas con el P/U fwd. bajo su promedio de los últimos 5 años y el P/VL sobre el mismo, mientras que, los flujos de capitales han sido significativamente positivos (+25% del AUM durante el 2021). Dado que la economía y el sector corporativo continuarían con un alto dinamismo, **se decide mantener el OW en acciones taiwanesas.**

En cuanto al **sudeste asiático**, la variante ómicron ha generado nuevos baches para la reactivación económica luego de que países como Tailandia tuviera que reimponer restricciones a la llegada de viajeros afectando directamente al sector turístico (en torno a 10% del PIB). No obstante, los avances en los programas de vacunación y un soporte monetario que continuaría durante todo el 2022 generarán un benigno escenario para la rezagada recuperación económica en la región. Así lo demuestran los PMI para Indonesia, Malasia y Filipinas que se ubicaron en terreno de expansión económica en diciembre. Además, las valorizaciones lucen más descontadas que pares regionales y emergentes. Dado lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición en el sudeste asiático concentrándolo en Indonesia.**

## **EMEA: Se disminuye el *underweight***

Las alzas en el petróleo impulsaron las rentabilidades en Rusia y Medio Oriente. Con lo anterior, la región cerró el 2021 con el mejor desempeño dentro de emergentes. A su vez, la recuperación económica continúa y el *momentum* del petróleo seguirá, al menos, en la primera parte del año. No obstante, es importante acotar que

la inestabilidad política y macroeconómica en la región se mantiene. Con todo, **se decide reducir la subexposición en EMEA.**

Luego de la expansión de casos de ómicron durante diciembre, en las últimas semanas los nuevos casos diarios se han estabilizado en **Sudáfrica**. Lo anterior mejora las perspectivas económicas de cara al primer semestre y así lo reflejó el PMI manufacturero de diciembre que se mantuvo en terreno de expansión económica y fue de 54.1 pts. No obstante, la alta inestabilidad política y económica del país seguiría generando ruidos además de la lenta reactivación económica relativo a pares regionales luego de los graves disturbios ocurridos durante el tercer trimestre del año pasado. A su vez, las perspectivas corporativas no mejoran y en los últimos 3 meses el crecimiento estimado de utilidades para el 2021 se contrajo más de un 10%. Además, valorizaciones bajo los promedios históricos no han impulsado la llegada de flujos de capitales con salidas netas por 0.3% del AUM en el último mes. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición a acciones sudafricanas.**

El petróleo cerró con alzas de más de 50% el 2021 lo que impulsó a las acciones **rusas** a terminar con una rentabilidad de más de 12% dada la alta exposición del sector corporativo (50% del índice) y económico (+50% de las exportaciones) al commodity. Sin embargo, los ruidos geopolíticos con Kazajistán, Ucrania y las conversaciones con Estados Unidos elevan la incertidumbre para el escenario económico local los próximos meses. Además, el agresivo ajuste monetario por parte del Banco Central que ha llevado la tasa de referencia hasta 8.5% (v/s el 5.75% de hace un año) para contrarlar la inflación ralentizará la recuperación económica. Por su parte, las valorizaciones se ubican en torno a sus promedios históricos lo que no ha impulsado ingreso de flujos; en el último mes se registran salidas netas por más del 2% del AUM. Por lo que, si bien el *momentum* del petróleo seguirá dando soporte al sector económico y corporativo en los próximos meses, el mayor ruido político y valorizaciones poco atractivas **nos llevan a mantener la exposición neutral en acciones rusas.**

La volatilidad por la incertidumbre en torno a la política monetaria poco ortodoxa que ha aplicado el Banco Central de **Turquía** marcó el desempeño de las acciones locales durante el 2021. Con la inflación llegando a 36%, la autoridad monetaria ha decidido continuar con los recortes en la tasa de referencia en la medida que Recep Tayyip Erdogan insiste en que las altas tasas de interés son las causantes de la inflación contra toda la evidencia internacional. En este escenario, la lira ha enfrentado significativas caídas y extrema volatilidad para lo cual se han impuesto medidas como devolverle las pérdidas por tipo de cambio a los ahorradores locales. En tanto, el escenario corporativo no luce mejor. El crecimiento de utilidades se ha corregido a la baja un 10% en el último mes ajustando las valorizaciones hacia sus promedios históricos. Con lo anterior, **se decide mantener la subexposición a acciones turcas.**

**Se mantiene el UW en la exposición en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** Al igual que el resto de Europa, aumenta la incertidumbre sobre la reactivación económica. El ajuste monetario de sus bancos centrales moderará la reactivación económica. Dado lo anterior, **se mantiene el UW en la región.**

Por último, uno de los grandes ganadores del 2021 fue **Arabia Saudita**. Las alzas en el precio del petróleo impulsaron a las acciones saudíes a rentar más de un 30%, alineada con otros países de la región. A su vez, el *momentum* económico continúa positivo con el PMI de diciembre manteniéndose en terreno de expansión económica y las utilidades estimadas para el 2021 y 2022 corrigiéndose al alza en los últimos meses. Dado lo anterior, **se decide llevar a overweight la posición en acciones saudíes.**

## Renta Fija

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

Como se mencionó anteriormente, el proceso de retiro de estímulos monetarios y alzas de tasas de interés sigue su curso en el mundo emergente, y comienza a tomar fuerza en el mundo desarrollado, impulsado por una inflación más persistente que lo estimado por los Bancos Centrales hace algunos meses. En este sentido, se favorece la exposición en activos que protejan de las presiones inflacionarias, mientras que el alza de tasas esperada afectaría con una mayor magnitud a los activos de duración más larga. Dado esto, este mes se decide mantener la sobreexposición en TIPS, y la subexposición en bonos nominales estadounidenses, los cuales aún ofrecen *yields negativos*.



## **US Mortgages: neutral**

La recuperación del mercado laboral venía avanzando, pero se mantienen las señales mixtas como el caso de la creación de empleos que decepcionó, tal como se comentó anteriormente. De esta manera, aún no existen perspectivas de una aceleración importante en el ritmo de recuperación del mercado laboral, por lo que se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

## **US Investment Grade: underweight**

En el caso de *US Investment Grade*, la subclase de activo presenta una duración cercana a 9 años, lo cual sumado a un *yield* real negativo, nos lleva a mantener la subexposición.

## **US High Yield: overweight**

En este caso, una duración menor (~ 3.9 años) y un *yield* superior relativo al *Investment Grade*, debido a un aumento aceptable en el riesgo de crédito, genera un perfil de riesgo retorno atractivo en el contexto de la renta fija. Por esto, se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

## **Europe Broad: underweight**

Nuevamente, la subclase de activo ofrece un *yield* poco atractivo junto con una duración elevada (~ 7.6 años), por lo que, dado el contexto de alzas de tasas de interés descrito anteriormente, se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

## **Europe High Yield: overweight**

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

## **Japan Broad: underweight**

El mismo razonamiento anterior aplica para el caso de la deuda japonesa, la cual posee la mayor duración de la muestra (9.6 años), junto a un *yield* poco atractivo (0.1%). Por esto, se decide mantener la subexposición en *Japan Broad*.

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

La búsqueda de *yield* en la renta fija, en un contexto de rendimientos aún muy bajos en términos históricos, fuerza a los inversionistas a aumentar el riesgo de crédito para generar rentabilidades atractivas, lo que ocurre en el mundo emergente. En este contexto, se favorece la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight**, debido al *yield* atractivo junto a una duración acotada (~4 años). En el caso de las demás alternativas, la deuda soberana en general tiene una elevada duración, poco atractiva en el contexto actual, mientras que la deuda corporativa IG no presenta un *yield* atractivo que justifique el riesgo.

## Exposición a monedas – enero 2022

Monedas	Bench.	Diciembre	Enero	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	43.9%	45.7%	OW	3.4%	+
EUR	16.9%	13.2%	15.6%	UW	-1.3%	+
GBP	1.4%	2.3%	2.1%	OW	0.8%	-
JPY	6.9%	6.9%	5.3%	UW	-1.6%	-
GEMs	32.6%	33.7%	31.3%	UW	-1.3%	-
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>			

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



## Resultados TAACo Global – diciembre 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%	3.3%	1.6%	2.0%	15.9	8.8
Renta Fija	50%	25%	-25%	0.1%	0.0%	0.1%	39.7	7.1
Caja	0%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.0%	-16.6	
Oro	0%	5%	5%	0.1%	0.0%	0.0%	-7.9	
Cobertura						0.0%	-3.3	
<b>Portafolio</b>					<b>1.66%</b>	<b>2.10%</b>	<b>27.7</b>	<b>15.9</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>43.6</b>
Europe ex UK	12.5%	12.5%	0.0%	6.4%	0.80%	0.80%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	4.7%	0.07%	0.07%	0.0	
UK	2.7%	3.7%	1.0%	7.1%	0.19%	0.26%	3.9	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	1.2%	0.17%	0.17%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	6.8%	0.97%	1.04%	3.5	
US Small Caps	4.3%	4.8%	0.5%	3.2%	0.14%	0.16%	0.0	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	1.8%	0.09%	0.05%	3.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>55.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.44%</b>	<b>2.55%</b>	<b>10.6</b>	
LatAm	4.3%	4.3%	0.0%	4.6%	0.20%	0.20%	0.0	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	7.0%	0.06%	0.06%	0.0	
China	13.4%	13.8%	0.4%	-3.2%	-0.42%	-0.44%	-2.6	
EM Asia ex China	14.9%	16.4%	1.5%	4.9%	0.74%	0.81%	2.5	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	3.8%	0.13%	0.13%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.3%	-2.2%	1.4%	0.12%	0.09%	4.1	
<b>Emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.81%</b>	<b>0.84%</b>	<b>4.1</b>	
<b>Equities</b>					<b>3.25%</b>	<b>3.40%</b>	<b>14.7</b>	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-0.5%	-0.05%	-0.05%	0.7	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	0.3%	0.00%	0.01%	0.3	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.2	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	1.9%	0.03%	0.09%	5.0	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-1.2%	-0.23%	-0.16%	7.8	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	1.0%	0.01%	0.04%	2.8	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-1.8%	-0.16%	-0.08%	8.6	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.8%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.41%</b>	<b>-0.16%</b>	<b>25.3</b>	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.9%	0.05%	0.05%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	2.2%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	0.6%	0.04%	0.07%	2.9	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	1.3%	0.25%	0.25%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.48%</b>	<b>0.52%</b>	<b>2.9</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.08%</b>	<b>0.36%</b>	<b>28.3</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 31 de diciembre de 2021

En diciembre el portafolio del TAACo global rentó 2.1%, 44 pbs. sobre el *benchmark*. La asignación de activos generó ganancias debido al posicionamiento largo en renta variable y corto en renta fija. La asignación a oro, caja y la cobertura de monedas tuvieron efectos negativos en la cartera.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 3.4%, 15 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. El mayor contribuidor a la generación de valor fue la sobreexposición a UK y US *Large Cap Value*, mientras que las posiciones cortas en EMEA y Japón también agregaron valor.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó 0.4%, 28 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Sumó valor la sobreexposición a productos de *spread (high yield de EE.UU., Europa y emergente corporativo)*, así como la subexposición a bonos japoneses y europeos.

## Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	2.1%	1.7%	4.4%	9.7%	7.8%	5.9%	7.4%	9.4%
Benchmark	1.7%	1.1%	3.3%	9.4%	7.1%	5.2%	5.7%	8.7%
Out/Under perf. (bps)	44	61	109	33	62	71	171	
<b>Acciones</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>14.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>14.0%</b>
Benchmark	3.3%	2.8%	9.6%	14.6%	10.4%	7.9%	5.0%	13.8%
Europe ex UK	6.4%	5.4%	13.7%	14.7%	9.2%	7.0%	4.4%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	4.7%	3.0%	14.0%	19.2%	12.4%	11.7%	11.5%	34.6%
UK	7.1%	5.1%	13.9%	4.4%	1.9%	1.0%	0.7%	17.4%
US Large Cap Growth	1.2%	10.4%	26.9%	35.2%	25.5%	19.3%	--	28.5%
US Large Cap Value	6.8%	9.5%	23.4%	13.6%	8.3%	9.6%	5.7%	11.8%
US Small Caps	3.2%	3.3%	18.2%	20.1%	12.2%	12.8%	11.9%	15.6%
Japan	1.8%	-4.1%	-0.1%	9.5%	6.4%	6.3%	2.8%	21.8%
<b>Desarrollados [1]</b>	<b>4.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.7%</b>	<b>15.0%</b>	<b>12.7%</b>	<b>9.4%</b>	<b>22.4%</b>
LatAm	4.6%	-4.4%	-13.1%	-6.0%	-1.9%	-5.1%	5.3%	20.8%
LatAm Small Cap	7.0%	-9.0%	-13.2%	-2.3%	1.0%	-4.6%	8.2%	31.9%
China	-3.2%	-6.1%	-21.7%	7.8%	9.4%	7.2%	12.3%	54.1%
EM Asia ex China	4.9%	2.9%	11.1%	18.2%	14.4%	9.2%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	3.8%	2.8%	21.2%	17.2%	11.3%	7.1%	10.9%	33.2%
EM Europe and Middle East	1.4%	-3.6%	19.7%	6.6%	3.7%	-1.2%	4.2%	11.8%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>1.9%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>37.3%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.4%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.1%</b>
Benchmark	0.1%	-0.7%	-2.9%	3.9%	3.5%	2.3%	5.6%	5.0%
US Govt Agencies	-0.5%	0.2%	-2.3%	4.1%	3.1%	2.1%	5.3%	2.3%
US TIPS	0.3%	2.4%	6.0%	8.4%	5.3%	3.1%	6.8%	3.0%
US Mortgages	-0.1%	-0.4%	-1.0%	3.0%	2.5%	2.3%	5.3%	2.5%
US Corps	-0.1%	0.2%	-1.0%	7.6%	5.3%	4.7%	7.3%	6.4%
US High Yield	1.9%	0.7%	5.3%	8.8%	6.3%	6.8%	9.9%	7.5%
Europe Broad	-1.2%	-0.6%	-2.9%	2.3%	1.6%	3.6%	5.5%	0.7%
Europe High Yield	1.0%	0.0%	4.2%	6.0%	4.1%	7.3%	9.3%	6.2%
Japan Broad	-1.8%	-3.4%	-10.4%	-1.4%	0.7%	-2.6%	2.3%	4.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>3.9%</b>				
EM Sovereign IG	0.9%	1.1%	-1.3%	7.6%	5.8%	4.8%	9.2%	9.4%
EM Sovereign HY	2.2%	-1.5%	-1.7%	3.4%	2.3%	4.8%	10.6%	9.4%
EM Corporate IG	0.1%	-0.2%	-0.2%	6.4%	5.0%	4.8%	--	6.7%
EM Corporate HY	0.6%	-2.8%	-1.9%	6.4%	5.3%	6.7%	--	9.9%
EM Local Markets	1.3%	-0.6%	-3.7%	3.5%	3.8%	1.1%	--	15.2%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.1%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>4.8%</b>				
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	0.1%	3.6%	-4.3%	12.2%	9.5%	1.7%	12.8%	12.7%

\* Anualizado \*\* Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

## Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
<b>DM</b>	<b>19.3x</b>	<b>14.8x</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.4x</b>	<b>2.2x</b>	<b>94%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>0.2</b>
US	22.1x	15.9x	1.0%	5.0x	2.8x	67%	7%	28%	0.3
Europe	15.2x	13.0x	3.0%	2.1x	1.8x	208%	5%	10%	0.1
Japan	14.4x	14.9x	2.0%	1.4x	1.3x	80%	8%	9%	0.2
<b>EM</b>	<b>12.2x</b>	<b>11.5x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.8x</b>	<b>1.8x</b>	<b>60%</b>	<b>6%</b>	<b>13%</b>	<b>0.2</b>
EM Asia	13.2x	12.2x	2.0%	1.9x	1.8x	41%	8%	12%	0.3
CEEMEA	9.7x	9.3x	6.0%	1.6x	1.6x	103%	7%	16%	0.1
LatAm	8.7x	12.1x	6.0%	1.8x	2.0x	213%	-7%	20%	0.0
China	11.8x	11.9x	2.0%	1.6x	2.0x	9%	15%	11%	1.3
S.Korea	10.5x	9.9x	2.0%	1.3x	1.2x	92%	-4%	13%	0.1
Taiwan	15.0x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	61%	-1%	19%	0.2
India	21.7x	16.9x	1.0%	3.6x	3.2x	33%	19%	15%	0.7
Indonesia	15.4x	14.0x	3.0%	2.4x	3.3x	24%	21%	16%	0.6
Malaysia	14.0x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	27%	7%	10%	0.5
Thailand	18.3x	13.0x	3.0%	2.1x	2.0x	25%	13%	10%	0.7
Philippines	17.6x	16.2x	2.0%	1.9x	2.5x	47%	27%	9%	0.4
S.Africa	9.7x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	68%	12%	18%	0.1
Russia	5.8x	6.4x	10.0%	1.1x	1.1x	165%	4%	15%	0.0
Turkey	6.7x	8.4x	7.0%	1.4x	1.5x	16%	19%	18%	0.4
Poland	12.0x	11.8x	4.0%	1.3x	1.5x	158%	-12%	9%	0.1
Hungary	8.0x	9.6x	3.0%	1.3x	1.4x	143%	-2%	13%	0.1
Czech R.	15.9x	12.6x	6.0%	2.0x	1.7x	79%	26%	12%	0.2
Greece	10.1x	11.7x	4.0%	1.0x	1.3x	10%	6%	8%	1.0
Brazil	7.0x	10.9x	8.0%	1.7x	1.8x	220%	-12%	22%	0.0
Mexico	14.6x	15.1x	4.0%	2.2x	2.6x	135%	9%	24%	0.1
Chile	10.1x	15.7x	5.0%	1.1x	2.0x	107%	10%	15%	0.1
Colombia	8.5x	13.5x	5.0%	1.1x	1.6x	283%	17%	21%	0.0
Peru	10.8x	12.6x	4.0%	1.7x	3.0x	713%	22%	21%	0.0

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 23 de diciembre 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.