

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Enero	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-2.5%	-2.6%	-2.5%	6.9%	6.7%	5.1%	7.3%	9.4%
Benchmark	-2.6%	-2.7%	-2.6%	6.6%	6.1%	4.4%	5.6%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	6	14	6	30	60	69	171	
Acciones	-3.7%	-3.8%	-3.7%	10.3%	8.9%	6.9%	5.4%	14.0%
Benchmark	-3.7%	-4.1%	-3.7%	10.3%	8.8%	6.7%	4.7%	13.9%
Renta Fija	-1.5%	-1.5%	-1.5%	3.0%	3.3%	2.4%	6.4%	5.1%
Benchmark	-1.4%	-1.5%	-1.4%	2.5%	2.9%	1.9%	5.6%	5.0%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-0.6%	1.5%	-0.6%	10.7%	8.2%	0.3%	12.8%	12.7%

Resultados al 31 de enero de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Sintonía fina	1
Posicionamiento TAACo Global	3
Resultados	13
Desempeño	14
Valorizaciones	15

Sintonía fina

El mes pasado fue el peor enero para los activos de riesgo desde la crisis 2008-2009, precedido de dos años seguidos de retornos de dos dígitos para las acciones globales. Nos enfrentamos a un escenario de desaceleración económica, inflación persistente, interrupciones en las cadenas de suministros y precios crecientes de la energía.

Asimismo, las señales del Fed de Estados Unidos al comenzar 2022 apuntaron a alzas de tasas (hasta 5 en juicio del mercado) para este año, discurso que con el transcurso del mes de enero se fue moderando. Con ello, la curva de rendimientos de tasas de interés -que en los casi dos años pasados se empinó- se está aplanando por alzas de las tasas más cortas.

Es así, como las autoridades económicas mundiales enfrentan el desafío de controlar la inflación sin poner en riesgo la recuperación post *shock* covid-19 y mantener el control y la lucha contra la pandemia. Y de allí surge el riesgo vigente más peligroso, un error de política, dada la situación que requiere equilibrar las medidas para lograr varios objetivos sin que algunas de ellas perjudiquen a otros.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su revisión del informe de Perspectivas de la Economía Global (World Economic Outlook, WEO) de enero, en el cual recortó las tasas del crecimiento económico mundial. El año pasado el mundo habría crecido 5.9%, en 2022 y 2023 crecería 4.4% y 3.8%, respectivamente. Todas las economías desarrolladas registraron recortes en sus estimaciones, mientras que en las emergentes sólo India vio una leve corrección al alza. Las proyecciones de comercio mundial van en el mismo sentido; luego de un aumento de éste de más de 9% en 2021 (11% para las economías emergentes), el ritmo se moderaría alrededor de 6% este año y 4.6% en 2023.

La inflación, como mencionamos en la versión pasada de este documento, está resultando más alta y por más tiempo de lo inicialmente estimado. Luego de haber sido una demanda reprimida el gatillo inicial, interrupciones en las cadenas de abastecimiento, mayores precios de la energía y presiones al alza de los salarios están entre las principales causas. En la medida que la política monetaria de los países se vaya ajustando y la oferta y demanda logren equilibrio, las alzas en los precios debieran moderarse conforme avanza el año.

A pesar de que estamos entrando en una etapa de menor crecimiento económico del ciclo, el *momentum* económico (datos publicados relativo a los estimados) que también vino desacelerándose (mayoría de datos publicados peores a lo estimado), en el margen muestra ciertas economías con mejoras en este sentido en el último mes. Es el caso de varias economías emergentes que están mostrando sorpresas positivas en los datos económicos. Por el contrario, en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido persiste la pérdida de *momentum*.

Peor enero para los activos de riesgo desde la crisis 2008-2009

Mercado incorpora 5 alzas de tasas por parte del Fed para este año

El riesgo vigente más peligroso sigue siendo un error de política

FMI recortó las tasas de crecimiento mundial para 2022 y 2023

La inflación está resultando más alta y persistente de lo inicialmente estimado

Momentum económico sigue mostrando ciertas economías con mejoras en el último mes

Las valorizaciones de los activos financieros a nivel global al comenzar este año son muy divergentes, a nivel de países, estilos, sectores y temas. Ello producto -a su vez- de las grandes diferencias en desempeños desde que comenzó la pandemia. Las acciones estilo *growth*, que son las de mayores rentabilidades desde 2020, han sido las más afectadas por las alzas en las tasas de interés. Mientras que aquellas rezagadas, algunas sobre castigadas, se han mantenido estables o incluso han subido en enero, como las *small cap*, *value* y las latinoamericanas (estas últimas impulsadas también por los altos precios de las materias primas).

Valorizaciones son muy divergentes entre países, estilos, sectores y temas

En los reportes de las utilidades a diciembre de 2021, publicados hasta el momento, la mayoría de países desarrollados, están mostrando en general resultados mejores a las estimaciones, lo que, junto con flujos de entrada a los mercados, comenzó a mitigar las bajas desde las últimas semanas de enero. En este mes que pasó destacó la salida de flujos de *money market* o caja, lo cual implica que los inversionistas habrían visto oportunidades de compra en las correcciones a la baja de los precios y en activos que lucen muy baratos.

En los reportes corporativos a diciembre del 2021, la mayoría de los países desarrollados muestran resultados mejores a las estimaciones

Asignación de activos. –

A pesar de la desaceleración económica, surge *momentum* positivo en ciertos activos rezagados y países con excesivos castigos en sus precios. Por otro lado, la (i) persistencia de la inflación, (ii) valorizaciones selectivamente atractivas, (iii) la moderación en las señales de alzas de tasas por parte del Fed y (iv) la rotación de flujos desde *money market* y entre ciertas subclases de nos hacen favorecer un aumento táctico de la sobre ponderación en acciones relativo a la renta fija. Asimismo, se mantiene una proporción en caja y oro, con preferencia por la caja que permita sacar provecho de las oportunidades que generarían potenciales correcciones del mercado.

Posicionamiento de la cartera – febrero 2022

TAACo Global	Bench.	Enero	Febrero	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	55%	60%	OW 10%	5.0%	+
Renta Fija	50%	25%	25%	UW -25%		
Caja		15%	10%	OW 10.0%	-5.0%	-
Oro		5%	5%			
Total Cartera						
Europe ex UK	12.5%	13.5%	12.5%	N	-1.0%	-
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	2.0%	OW 0.5%	0.5%	+
UK	2.7%	3.7%	2.7%	N	-1.0%	-
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	13.2%	UW -1.0%		
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.0%	OW 0.7%	-0.3%	-
US Small Caps	4.3%	4.8%	5.3%	OW 1.0%	0.5%	+
Japan	5.2%	3.0%	2.2%	UW -3.0%	-0.8%	-
Mercados desarrollados	54.7%	55.0%	52.9%	UW -1.8%	-2.1%	-
LatAm	4.3%	4.3%	5.0%	OW 0.7%	0.7%	+
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	2.0%	OW 1.2%	1.2%	+
China	13.4%	13.8%	14.4%	OW 1.0%	0.6%	+
EM Asia ex China	14.9%	15.9%	14.9%	N	-1.0%	-
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	4.0%	OW 0.6%	0.6%	+
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	6.8%	UW -1.7%		
Mercados emergentes	45.3%	45.0%	47.1%	OW 1.8%	2.1%	+
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	9.0%	UW -1.2%		
US TIPS	1.3%	2.5%	2.5%	OW 1.2%		
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N		
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW -1.0%		
US High Yield	1.8%	4.6%	4.6%	OW 2.8%		
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW -6.1%		
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.7%	OW 3.0%		
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW -4.5%		
Deuda desarrollados	56.6%	50.8%	50.8%	UW -5.8%		
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	5.6%	N		
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	6.2%	N		
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	12.5%	OW 5.8%		
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N		
Deuda emergente	43.4%	49.2%	49.2%	OW 5.8%		
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Se aumenta a 60% la exposición a acciones y se mantiene RF en 25%. Se reduce caja a 10% y se mantiene 5% en oro

Se aumenta a OW la posición en Europa *Small Cap*, reduciéndola en *Large Cap*

US: se mantiene UW *Large Cap Growth*, se reduce OW *Large Cap Value* y se aumenta OW *Small Cap*

UW en Japón

Se lleva a OW Latam

Se aumenta OW en China

Se neutraliza EM Asia ex China para llevar a OW EM Asia Small Cap

UW Treasuries / OW TIPS

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

UW bonos europeos y japoneses

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

En febrero la cartera del TAACo Global aumenta la sobreexposición a acciones a 60%, manteniendo la posición en renta fija en 25%, y reduciendo a 10% caja, manteniendo un 5% en oro como cobertura.

Se decide aumentar la exposición en renta variable favoreciendo la asignación aquellos activos que presentan un atractivo potencial de riesgo retorno, con valorizaciones atractivas y que se seguirían beneficiando de la rotación como *US Value*, *Small Caps* y mercados emergentes a través de Latinoamérica y China. A su vez, se mantiene el UW en *US Large Cap Growth* y se neutraliza desde OW la exposición en Europa y en el Reino Unido. En este último, tomando utilidad luego de los relativamente altos retornos de los últimos meses.

Dentro de la cartera de renta fija se mantiene UW la posición en *Treasuries* y en OW *TIPS*. Las presiones inflacionarias siguen afectando las expectativas de alzas de tasas lo que se suma a *yields* poco atractivos. En este escenario, se decide seguir favoreciendo productos de *spread* con *yields* más atractivos.

Renta Variable

Europa ex UK: se neutraliza la posición en *large cap* y se lleva a *overweight small cap*

Al igual que el resto del mundo Europa se desacelera y enfrenta un escenario de persistente y elevada inflación. El FMI recortó la estimación de crecimiento para este año desde 4.3% hasta 3.9%, y para el próximo la subió desde 2.0% hasta 2.5% en la medida que cedan los precios y las disrupciones en las cadenas de suministro. Por su parte, el conflicto entre Rusia y Ucrania está llevando a que el precio de los commodities energéticos sigan subiendo: el gas natural subió casi 25% durante enero, mientras el precio de petróleo alcanza máximos de 7 años.

Respecto a la pandemia, si bien los contagios por ómicron siguen expandiéndose en algunos países -alcanzando nuevos máximos históricos como en Alemania- en otros ya se está optando por convivir con la pandemia a pesar del alto nivel de contagiados. Por ejemplo, en Dinamarca se eliminaron todas las restricciones de movilidad, en España, Italia y Francia ya no será obligatorio el uso de mascarilla a partir de febrero.

No obstante, la actividad -sobre todo lo relacionado al consumo- sigue recuperándose. El indicador líder PMI de manufacturas retrocedió a 51.1 pts. en enero, el menor nivel en 9 meses, en línea con el aumento de los contagios y el menor dinamismo del consumo -las ventas minoristas se contrajeron 3% mensual en diciembre-. Por su parte, en la medida que se comienza a normalizar la actividad, el PMI de manufacturas aumenta a 58.7 pts. en el mismo mes, adelantando la expansión del sector en los siguientes 6 a 12 meses. De esta forma el *momentum* económico general mejora para la región, con el menor ritmo de crecimiento para este año ya internalizado en las estimaciones.

Por el lado monetario, el nivel de precios ha aumentado principalmente por el alza en 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 5.1% interanual, mientras que el índice de precios al productor aumentó 26.2% en doce meses a diciembre, 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), en marzo se terminará con la compra de activos pandémicos y se continuará con una reducción escalonada de las compras de activos de los otros planes durante este año, esperando que las compras netas finalicen antes de comenzar a subir los tipos de interés.

En cuanto al sector corporativo, a la fecha ha reportado un 27% de las empresas del EuroStoxx 600 sus resultados del 4to trimestre 2021. Las utilidades han crecido en promedio 57%, desacelerándose respecto a trimestres previos, pero superando las expectativas en 11%. 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 cerraron 2021 rentando menos que las globales y cayeron también con fuerza en enero, manteniendo considerable rezago respecto a pares desarrollados en el corto y largo plazo. En cuanto a valorizaciones, la razón P/U fwd. 12 meses transa bajo 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 significativos.

Dada la corrección de precios en enero y el buen *momentum* económico se decide mantener la posición en acciones europeas, pero cambiando el foco desde *large a small cap*. Este último tipo de acciones presenta un mayor rezago accionario, valorizaciones atractivas en términos absolutos y relativos, corrección al alza en las expectativas de crecimiento de utilidades, junto con 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 (como el industrial).

Reino Unido: se neutraliza la posición

Los contagios diarios descienden luego de un aumento exponencial y con ello se avanza hacia una “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el covid.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados la economía recuperó en 2021 su nivel de producto prepandemia. Sin embargo, el país pierde *momentum* económico y las proyecciones de crecimiento se corrigen a la baja para este año (desde 5% a 4.7%) según el FMI. A pesar de que los PMI de manufacturas y servicios se mantienen sobre 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector), el consumo y la producción industrial pierden dinamismo, ambos contrayéndose en forma mensual durante diciembre (afectados también por los rebotes de covid-19).

Por el lado monetario, la inflación llegó en noviembre a 5.4% 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 febrero decidió aumentar la tasa de referencia en 25 pbs., hasta 0.50% en línea con lo esperado. Con todo, con el objetivo de llegar al 2% de meta de inflacionaria, se consideró por 4 de los 9 votos en la reunión subir aún más la tasa hasta 0.75%, por lo que se anticipan nuevas alzas en los próximos meses. Adicional a lo anterior, la junta acordó de manera unánime reducir el programa de compra 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 4.1% en noviembre.

Respecto al mercado accionario, los índices de acciones británicas tuvieron un desempeño superior a las acciones globales en los últimos dos meses, cerrando en parte el diferencial de retornos de corto y largo plazo. Las proyecciones de utilidades corporativas se corrigen al alza en el último mes e indican un crecimiento cercano a 89% para 2021. Para el 2022 se espera un crecimiento de 3.7%, 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.

A pesar de lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (sobre 4%), la pérdida de *momentum* económico y señales de agotamiento del rally de los últimos dos meses nos llevan a neutralizar la exposición a **acciones británicas**.

Estados Unidos: Se disminuye en el margen la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* para aumentar *Small Cap*. Se mantiene en *underweight* las acciones *Large Cap Growth*

El país tuvo registró de las mayores correcciones a la baja en las expectativas de crecimiento para este año, el FMI recortó desde 5.2% a 4% el estimado para 2022 en un contexto de ajuste monetario que será más agresivo de lo inicialmente estimado y deterioro del *momentum* económico.

El persistente aumento de la inflación (7.0% anual en diciembre, el mayor registro en casi cuatro décadas) finalmente llevó al Fed a transparentar la necesidad de un mayor ajuste monetario para controlar el avance en los precios. De esta forma, las proyecciones de los miembros de la Reserva Federal dejan ver 3 alzas de tasas para este año, pero el mercado va más allá e internaliza entre 3 y 5 alzas, comenzando tan pronto como en marzo. En respuesta, la curva de tasas de interés -que inicialmente se empinó- termina aplanándose por mayores alzas en la parte de menor duración.

Por el lado laboral, el mercado sorprende positivamente confirmando un escenario de ajuste monetario dada las presiones desde el lado de los salarios. En enero se crearon 467 mil nuevos puestos de trabajo no agrícola en forma neta, mientras que el dato de diciembre fue corregido al alza desde 199 mil a 510 mil. Por su parte, la tasa de desempleo subió en el margen a 4.0% desde 3.9% el mes anterior, mientras los salarios superan las expectativas y se aceleran al crecer 5.7% interanual en el mismo mes.

Respecto al sector corporativo, a la fecha ha reportado un 56% de las empresas del S&P 500, con un crecimiento promedio de las utilidades de 27%, el cual supera por 6% las expectativas. Si bien el crecimiento de utilidades se desacelera, al igual que el crecimiento económico, se destaca que un 76% de las empresas que han reportado lo han hecho en línea o superando las estimaciones. Para 2022, una alta base de comparación, menor demanda y mayores presiones de costo llevarían a que las utilidades crezcan en torno a 4%, dato que es corregido a la baja 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* y *small cap*, que muestran 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, si bien se ajustan a la baja en enero, 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. Por el lado contrario, las valorizaciones de acciones *small cap* lucen con descuento a nivel de P/U fwd. y con premio en P/VL, pero ambas con descuento respecto al *large cap*. Además, las expectativas de crecimiento de utilidades se corrigen al alza en el último mes para las *small cap*.

El *momentum* económico se deteriora y en la medida que la economía continúe recuperándose, las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value* y las *small caps*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*, que además son altamente sensibles a variaciones en las tasas de interés. Por esta razón **se decide mantener el *underweight* en US Large Cap growth, mientras se rebalancea la la sobreexposición entre 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 de mayores niveles de tasas de interés, como el financiero; con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a tener un sesgo *growth*).

Japón: Se aumenta el *underweight* en acciones japonesas

Las perspectivas para Japón lucen más favorable que en meses anteriores y es uno de los pocos países cuya perspectiva de crecimiento es ajustada al alza para este y el próximo año. Es más, el crecimiento se aceleraría este año llegando a 3.3% desde 1.6% en 2021 en base a un cambio de liderazgo que impulsará el gasto fiscal mientras se mantienen los estímulos monetarios.

No obstante, rebrotes de covid-19 por ómicron afectan el desempeño económico. El PMI de servicios cae durante enero bajo los 50 pts. dado los rebrotes de covid-19 por variante ómicron, mientras que las ventas minoristas, la confianza del consumidor y la producción industrial retroceden en el último mes.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se acelera, pero se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en diciembre fue de 0.8% 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, para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 5%, dato que fue corregido a la baja, y en línea con el resto de los mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a países desarrollados.

A pesar de una mejora en el *momentum* económico en el margen y valorizaciones relativas atractivas, existe un potencial de apreciación acotado para las acciones japonesas, además de expectativas económicas y corporativas que serán afectadas por la desaceleración del crecimiento global dado que el país tiene un fuerte sesgo exportador. En razón a lo anterior **se decide aumentar la subexposición a acciones japonesas** para favorecer regiones, países donde hay mejores perspectivas y potencial de apreciación.

Acciones Emergentes: Se aumenta el OW en China y se lleva a OW desde neutral Latam. Además, se lleva a OW tanto Latam Small Cap como EM Asia Small Cap. Se neutraliza desde OW la exposición EM Asia ex China. Luego de cerrar un complejo 2021, las acciones latinoamericanas se recuperaron con fuerza el primer mes del año. Valorizaciones baratas, menor ruido político y el continuo impulso de los *commodities* dieron soporte a la región. Por su parte, China se vio afectado por nuevos cierres localizados ante aumentos de casos de covid-19 que siguen profundizando la desaceleración económica. Sin embargo, las valorizaciones se vuelven aún más atractivas, lo que se suma a la continua entrada de flujos y a la flexibilización monetaria en curso. Con respecto a EM Asia ex China, el escenario para países como Taiwán e India luce desafiante con valorizaciones que se han encarecido y una política monetaria que se tornaría más ajustada ante las presiones inflacionarias. Finalmente, en EMEA se sigue observando una alta inestabilidad económica y política que nos lleva a tener cautela. No obstante, se decide llevar a OW Rusia dado el descuento de las valorizaciones que contrastan con las alzas en el precio del petróleo y el caso base de que no prosperaría el conflicto militar con Ucrania. Con todo lo anterior, **se lleva a OW mercados emergentes desde un leve UW.**

América Latina: Se aumenta desde neutral a overweight

Latinoamérica inició el año con un buen desempeño, pero aún le queda espacio para tener *upside*, dado que mantiene un rezago relevante respecto a índices globales, junto a valorizaciones en niveles atractivos dentro de las economías emergentes. Asimismo, la región se ve apoyada en un alza de precios en los *commodities* y en un contexto de ajuste monetario global que favorece a sectores energéticos, materiales y financieros, predominantes en la región. Bajo este escenario, se decide **aumentar a overweight.**

En el caso de **Brasil**, el mercado laboral mantiene su recuperación con la tasa de desempleo de noviembre que bajó a 11.6% y la creación neta de empleo formal de 2021 registrando un récord de 1.2 millones en 2021. Por su parte, la producción industrial de diciembre creció 2.9% mensual, mejor a lo esperado por el mercado y recuperándose luego de los 5 meses de contracción consecutiva entre junio y octubre y el estancamiento de noviembre, provocando que aumentara 3.9% durante 2021. Además, el año pasado el sector público registró el primer superávit fiscal desde 2013, con BRL 64,700 millones. Respecto a la ola de la variante ómicron, los contagios diarios vienen en descenso sin haber afectado la capacidad de las urgencias ni haber implementado restricciones de movilidad. Lo anterior disminuye presiones fiscales para implementar gastos relacionados a hospitales o transferencias fiscales hacia las personas. Sin embargo, en el congreso se discute la propuesta para reducir el impuesto a los combustibles, lo que puede disminuir los ingresos fiscales.

La inflación de diciembre fue 10.1% interanual, manteniéndose a 2 dígitos por cuarto mes consecutivo, pero desacelerándose respecto al *peak* alcanzado en noviembre. De esta forma, el Banco Central aumentó la tasa Selic en 150 pbs. desde 9.25% hasta 10.75%, pero el comité de política monetaria (COPOM) señaló una reducción en el ritmo de ajustes en la tasa de referencia en las próximas reuniones, estimándose un alza de 100 pbs. en la próxima reunión de marzo para luego mantenerse estable hasta el próximo año. Respecto al comercio exterior, tanto el precio de hierro como de la soja han estado al alza de diciembre del año pasado, y poseen perspectivas positivas de mantener esta tendencia durante el primer trimestre de este año, beneficiando así 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 sobre dicho promedio en términos absolutos y relativos. Bajo este escenario, donde se recupera el mercado laboral y parte de la actividad económica, valorizaciones en niveles atractivos y con apoyo en precio de *commodities*, pero con presiones inflacionarias y fiscales, **se decide llevar a posición overweight de acciones brasileñas.**

En **México**, la actividad económica se desacelera con los IMEF manufacturero y no manufacturero de enero entrando en terreno de contracción económica (48.8 y 49 ptos, respectivamente), y el PIB del cuarto trimestre cayó de 0.1% respecto al trimestre previo, siendo el segundo trimestre de contracción consecutiva y por tanto la economía mexicana entró en recesión técnica. 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, los contagios producto de la ola de la variante ómicron pareciera ya haber alcanzado su *peak*, con los casos diarios en tendencia a la baja y sin incrementos relevantes en las muertes y hospitalizaciones, por lo que no se aplicaron 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. En base a lo anterior, dado

una desaceleración económica, incertidumbre respecto a reformas del gobierno, pero con elevado precio de *commodities* energéticos y valorizaciones en niveles atractivos, se decide **llevar a neutral la posición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, el mercado sigue bajo la influencia directa de los eventuales cambios en el modelo de desarrollo económico que propongan tanto el gobierno del presidente Gabriel Boric, como la convención constitucional. En este sentido, contribuyó al gran desempeño del mes (+12.5% en USD) la tendencia a la moderación del presidente electo, quien designó un gabinete de ministros con figuras de partidos de centroizquierda y fuera de su coalición, destacando el caso del expresidente del Banco Central Mario Marcel en el ministerio de hacienda. Con todo, la incertidumbre seguirá presente los próximos meses, al menos hasta tener mayor claridad respecto a la estructura final de la nueva constitución, y las políticas públicas que impulsará la administración entrante. Mientras tanto, la economía se desacelera luego de varios meses de una actividad sobre el potencial, debido a los fuertes estímulos fiscales y retiros de fondos previsionales. En este sentido, la actividad económica sigue en niveles elevados en términos históricos, con el 10.1% de incremento interanual en diciembre, aunque las señales de desaceleración comienzan a cobrar mayor fuerza, como el caso de las ventas minoristas y la producción manufacturera en diciembre, las cuales que cayeron 1.7% y 1.3% respectivamente. Por su parte, similar a otras economías alrededor del mundo, las presiones inflacionarias siguen presentes, lo que ha obligado al Banco Central a continuar con el alza en la tasa de política monetaria, reflejado en el último movimiento de 150 pbs., superando las expectativas del mercado, y alcanzando el 5.5%. Por el lado positivo, la confianza empresarial de enero mostró que las expectativas recuperaron los niveles de optimismo que se habían perdido luego de 3 meses de caídas consecutivas, con un incremento de los 46.6 pts. en diciembre a los 53.4 pts. actuales. Además, las valorizaciones, a pesar de la recuperación de la bolsa del primer mes del año, siguen entregando señales atractivas de entrada, con las razones P/U *fwd.* y P/VL una desviación estándar bajo su promedio a 5 años. La incertidumbre política, social y económica de los procesos de transformación en curso ha golpeado excesivamente a los activos chilenos, los cuales tienen un amplio espacio para recuperar valor en caso de que los peores escenarios incorporados no ocurran. Esto, sumado a una pandemia que no está colapsando el sistema de salud del país, y a una economía que se mantiene dinámica a pesar de la desaceleración, nos lleva a **mantener la sobreexposición en acciones chilenas**.

En el caso de **Colombia**, la actividad económica de noviembre creció 9.6% interanual, sobre las expectativas del mercado, y el mercado laboral continúa recuperándose dado que la tasa de desempleo urbano de diciembre bajó a 11.6%, el menor nivel desde 24.9% en el peor momento de la pandemia. Además, el PIB se correlaciona positivamente con el precio del petróleo, agregando *momentum* en su economía y beneficiando sus exportaciones, debido al auge en el precio de éste. De esta forma, se estima que ayude a disminuir el déficit comercial de Colombia. No obstante, el Banco de la República elevó en 100 pbs. la tasa de referencia debido al nivel de inflación, que en enero llegó a 6.9% en doce meses. Por su parte, los contagios diarios de covid-19 alcanzaron su peak a mediados de enero, por lo que se veía el fin de esta ola para mediados de este mes, con las muertes contenidas y sin implementar restricciones de movilidad. Respecto a las acciones colombianas, las valorizaciones lucen atractivas, estando bajo el promedio a 5 años en términos absolutos con la razón P/VL y la P/U *fwd.*, ésta última por más de 1 desviación estándar. Con todo, a pesar de las presiones inflacionarias y un escenario fiscal complejo, persiste la recuperación económica (apoyado en el *momentum* del petróleo) junto a valorizaciones en niveles atractivos y una ola de contagios contenida, por lo tanto, se decide **llevar a overweight la posición en acciones colombianas**.

En el caso del **Perú**, el mercado laboral continúa recuperándose con la tasa de desempleo de diciembre bajando a 7.8%. Por su parte, la inflación de enero se desaceleró siendo 5.7% interanual y solo 0.04% mensual, el nivel más bajo en 9 meses. De todas formas, se espera que el Banco Central continúe con su proceso de ajuste monetario con un alza de 50 pbs. en la tasa de política monetaria desde 3.0% hasta 3.5% en su próxima reunión de febrero, pero sigue siendo un ajuste moderado en comparación al resto de la región. Por su parte, los contagios diarios de la ola de ómicron llegaron a su máximo a mediados de enero, por lo que llegaría a su fin durante este mes, luego de que el gobierno aplicó medidas de restricción de aforo de centros comerciales, restaurantes y espacios cerrados a un 40%. En el escenario político, actualmente se vive una crisis dentro del gabinete del oficialismo, luego de la renuncia del ministro de interior y de la primera ministra que provocaron el tercer cambio de gabinete del gobierno. No obstante, este cambio generó protestas en el sector político y de la

ciudadanía en relación con el nombramiento del primer ministro Hector Valer, por lo que luego de 3 días de haber juramentado, el presidente Pedro Castillo anunció que realizará su cuarto cambio de gabinete desde que asumió el poder en julio del año pasado. 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 también en términos relativos a la región-. En base a lo anterior, aún existe un escenario de recuperación económica, pero se mantiene contrastado con 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 actividad económica de noviembre creció 9.3%, sobre las expectativas del mercado, mientras que la inflación de diciembre se desaceleró levemente siendo 50.1%, pero aún persiste en niveles muy elevados en comparación al resto de la región. Por su parte, los casos diarios de covid-19 tienen una tendencia a la baja desde mediados de enero, proyectándose el fin de esta ola de contagios para mediados de febrero luego de solamente apelar a la responsabilidad individual, sin ninguna restricción de movilidad. Además, si bien durante enero aumentaron las lluvias, no fue suficiente para cubrir el déficit hídrico producto de la sequía presente en las zonas más productivas del país (norte de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe), manteniendo el riesgo acerca de la producción de la cosecha de maíz y soja – principales exportaciones del país-. En el escenario político, el gobierno logró llegar a acuerdo para reprogramar la deuda con el FMI, que implicará un ajuste monetario y fiscal por parte del gobierno e incluye algunos objetivos optimistas y complejos de cumplir, tal como el nivel de reservas internacionales mínimas. No obstante, el organismo mencionó que el acuerdo cumple con el objetivo general de evitar default y disminuir el espiral inflacionario del país, pero se seguirá en negociaciones para finalizar el acuerdo, que posteriormente debe ser aprobado en el congreso. Sin embargo, el oficialismo ha tenido un quiebre dentro del Frente de Todos con renuncias por parte de representantes del kirchnerismo, provocando que el gobierno deba tener una estrategia para obtener el apoyo político necesario y lograr una aprobación en el congreso. 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 y un acuerdo desafiante, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se aumenta el *OW* en acciones chinas

El gigante asiático inició el año profundizando la desaceleración económica de la segunda parte del 2021. La aparición de brotes localizados que generaron nuevos cierres masivos, además de la desaceleración en el sector inmobiliario, siguieron afectando las perspectivas económicas. En este escenario, el PMI de manufactura de enero de Markit pasó a ubicarse en terreno de contracción y registro 49.1 pts. A lo anterior se sumó las caídas en las acciones en mercados desarrollados dada las expectativas ya ampliamente mencionadas de alzas de tasas por parte del Fed. En este escenario, las acciones chinas cerraron con caídas el primer mes del año concentrándolas en las acciones domésticas las cuales muestran valorizaciones más altas.

Por otro lado, la flexibilización monetaria que comenzó a finales del año pasado se siguió profundizando en el último mes. A la reducción en la tasa de encaje se sumó una disminución en la tasa de referencia a 1 y 5 en años. En el caso de la segunda, esta afecta directamente a los créditos hipotecarios por lo que es visto como una señal hacia el mercado inmobiliario por parte de las autoridades locales. Además, se ven signos de expansión en el crédito doméstico lo que está altamente correlacionado con el desempeño accionario.

Lo anterior debería dar impulso en los próximos meses a las perspectivas económicas al igual que un mayor relajamiento de la política cero covid. En cuanto a esta última, las severas restricciones a la movilidad han continuado en las últimas semanas, sin embargo, esperamos que se modere en los próximos meses dada la menor letalidad de la variante ómicron y los mayores avances en los programas de vacunación (en especial de la dosis de refuerzo).

Con respecto a los ruidos regulatorios, estos han continuado en los últimos meses, pero su impacto en los precios accionarios tiende a ser menor en la medida que los precios ya incorporan el escenario más incierto. Las valorizaciones se han ajustado significativamente y los múltiplos de P/U *fwd*. y P/VL ya cotizan más de una desviación estándar bajo su promedio de los últimos 5 años. Además, se espera una recuperación de las utilidades luego de la moderación de los últimos meses. Finalmente, se siguen registrando importantes entradas de flujos y en el último año se ven ingresos por más del 20% del total de activos administrados. Si bien el escenario

económico sigue luciendo desafiante, el impulso monetario, valorizaciones atractivas y flujos constantemente positivos **nos llevan a aumentar la sobreexposición a China.**

Asia Emergente ex China: Se reduce el OW

Luego de un positivo 2021, las altas valorizaciones y la exposición al sector tecnológico presionaron los retornos en enero de Taiwán y India. A pesar de las caídas, las valorizaciones siguen luciendo altas y las presiones inflacionarias impulsarían ajustes en la política monetaria en los próximos meses lo que podría afectar al dinamismo de la actividad económica. En tanto, en Corea los casos de covid-19 han seguido aumentando lo que se suma al ajuste monetario en curso y expectativas corporativas que se han ido moderando. Finalmente, el sudeste asiático, rezagado en la recuperación económica, luce con valorizaciones más atractivas y la política monetaria se mantendría acomodaticia durante todo el 2022. Con todo, **se decide neutralizar la exposición en la región, favoreciendo la exposición en el sudeste asiático y la subexposición en India.**

Los menores avances en los programas de vacunación sumado al aumento de casos de comienzos de mes generaron alertas en **India**. Lo anterior afectó a la reactivación económica que se venía observando en los últimos meses y el PMI de servicios de enero cayó a 51.5 pts. desde los más de 55 pts. del mes previo. Por otro lado, la inflación se comienza a ubicar en la parte alta del rango meta 2-6% lo que podría impulsar alza en los tipos de interés en el futuro cercano. Al mismo tiempo las valorizaciones siguen luciendo caras, tanto relativo a sus pares emergentes como a su historia. A su vez, los reportes corporativos hasta el momento generan sorpresas marginalmente negativas. En este escenario, se **decide aumentar la subexposición en acciones indias.**

Por otro lado, el ajuste monetario continuó en enero por parte del Banco de **Corea** y la tasa de referencia se llevó a 1.25%, marcando 75 pbs. de alza desde el año pasado. A lo anterior se sumó un aumento en los casos de covid-19 que han llevado a las autoridades a imponer nuevas restricciones en el último mes lo que ha generado caídas importantes en los activos coreanos. No obstante, las perspectivas económicas se han mantenido resilientes y el PMI de manufactura de enero subió un punto a 51.9 pts. en enero. Lo anterior se suma a expectativas de utilidades corporativas que se han corregido al alza y valorizaciones que se han ajustado dadas las caídas ya mencionadas. En este escenario de menor liquidez, pero valorizaciones bajo sus promedios históricos, **se decide mantener la exposición neutral en acciones surcoreanas.**

La alta demanda de semiconductores y *chips* continúa y esperamos que se mantenga estructuralmente alta en los próximos meses. Lo anterior ha seguido dando soporte al sector económico y corporativo en **Taiwán**. Sin embargo, las valorizaciones de las compañías se han encarecido y la liquidez se ajustaría en los próximos meses en la medida que la inflación se ubica sobre la meta del 2%. Además, las acciones taiwanesas muestran una alta exposición del sector tecnológico lo que las hizo vulnerables a las caídas de enero y cerraron el mes en terreno negativo. Con respecto a las expectativas de utilidades, estas lucen desafiantes para los próximos trimestres luego del buen 2021. Además, los reportes corporativos del último trimestre del año pasado no arrojan sorpresas positivas lo que ha moderado a su vez el ingreso neto de flujos. En este escenario, **se decide neutralizar desde overweight la exposición en Taiwán.**

Finalmente, entre las economías más rezagadas en la recuperación postpandemia sigue destacando el **sudeste asiático**. La aparición de la variante ómicron generó nuevas restricciones a los viajes internacionales lo que modera las perspectivas del sector turístico que mantienen una alta influencia en la actividad económica de países como Tailandia. Sin embargo, las continuas alzas de los *commodities* y una política monetaria que se mantendría acomodaticia durante el 2022 generan un benigno escenario para las economías de la región. Además, las valorizaciones lucen atractivas respecto a sus promedios históricos como pares emergentes y las expectativas de utilidades se han corregido al alza en los últimos meses. En este escenario **se decide continuar con la sobreexposición en la región concentrándola en Indonesia.**

EMEA: Se mantiene el *underweight*

Las alzas en los *commodities* siguieron impulsando a la región en enero. Con respecto a la crisis entre Rusia y Ucrania, nuestro caso base es que no derivará una invasión militar por parte del primero lo que podría otorgar una oportunidad a los activos rusos que se han quedado rezagado en los últimos meses. Sin embargo, la incertidumbre macroeconómica y política se mantiene en la región **lo que nos lleva a mantener la subexposición en EMEA.**

La rotación hacia países/sectores desfavorecidos por la pandemia, valorizaciones baratas relativo a pares emergentes (y su historia) y el mayor control de la pandemia de las últimas semanas permitieron una recuperación de las acciones **sudafricanas** en enero. No obstante, el país sigue envuelto en una alta inestabilidad macroeconómica y política por la que vale tener mayor cautela. A su vez, se inició el ajuste monetario con un alza de 25 pbs. en la tasa de referencia clave en la medida que la inflación (5.9%) se ha escapado de la meta de la autoridad monetaria (4.5%). Dado que las valorizaciones se siguen viendo atractivas y disminuye el ruido político, económico y sanitario, **se decide neutralizar la exposición en acciones sudafricanas.**

El conflicto entre **Rusia** y Ucrania acaparó las portadas en las últimas semanas de enero. Ante lo anterior, el apetito por las acciones rusas se vio afectado y las acciones profundizaron las caídas de meses previos. Además, se suman el constante ajuste monetario del último año en la medida que la inflación se ha disparado. Sin embargo, el sector económico y corporativo de Rusia sigue manteniendo una fuerte exposición al sector energético, el cual se ha visto beneficiado en los últimos meses con aumentos en los precios del petróleo y el gas natural. Al mismo tiempo, esto no se ha reflejado ni en los activos rusos ni en la moneda, con los primeros acumulando caídas de más de 20% en USD a 3 meses. Lo anterior ha dejado valorizaciones atractivas, bajo sus promedios históricos (y pares emergentes). A su vez, no es nuestro caso base que las disputa entre Rusia y Ucrania termine con una invasión militar por parte del primero, y si éste se diera, el efecto económico sería acotado. Dado lo anterior, es que **decidimos llevar a *overweight* desde *neutral* la exposición en acciones rusas.**

Luego de las pérdidas del año pasado, tanto en las acciones locales como en la moneda, enero inició con rentabilidades positivas para las **acciones turcas**. Sin embargo, el escenario luce desafiante. La inflación se ubica en más de 30% anual y las autoridades no dan muestras de un giro importante en la actual política monetaria expansiva impulsada. Lo anterior mantendría presionada y sujeta a una alta volatilidad la lira turca. A su vez, el *momentum* económico se ha ido deteriorando y el PMI de enero cayó a 50.5 pts., su menor nivel desde mayo del año pasado. En este escenario, y a pesar de valorizaciones que se ubican bajo sus promedios históricos, **decidimos mantener la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el *UW* en la exposición en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Los casos han seguido aumentando en Europa en las últimas semanas lo que moderado los indicadores de *momentum* económico. Además, crecen las expectativas de un ajuste monetario por parte del Banco Central Europeo lo que agrega más incertidumbre a las expectativas económicas.

Finalmente, y al igual que el año pasado, **Arabia Saudita** lideró las ganancias en enero. La alta exposición del sector económico y corporativo al petróleo han dado soporte a las acciones saudíes. A su vez, los casos de covid-19 se mantienen controlados y se observa una mayor estabilidad económica y política que pares regionales. Lo anterior ha impulsado las perspectivas corporativas con las utilidades corrigiéndose al alza en los últimos meses. En este escenario, **se decide mantener la sobreexposición en acciones saudíes.**

Renta Fija

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

Dado el contexto comentado al inicio de este documento, referente a los problemas que genera la inflación y el riesgo que implica el retiro de estímulos monetarios, se continúa favoreciendo la exposición en las subclases de activo con menor duración (menor impacto frente al alza de tasas), mientras se logre captar algo de rentabilidad a pesar del aumento en los precios. Dado esto, este mes se decide mantener la sobreexposición en TIPS, y la subexposición en bonos nominales estadounidenses.

US Mortgages: neutral

El mercado laboral sigue recuperándose, y los datos de la creación de empleo no agrícola o aumento de salarios comentados anteriormente aportan optimismo. Con todo, el contexto destaca por las alzas de los precios al consumidor, por lo que no se espera un efecto significativamente positivo relativo al mercado de las viviendas. En este sentido, 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 elevada (~8.5 años), lo cual sumado a un *yield* real poco atractivo (~0.2%), nos lleva a mantener la subexposición.

US High Yield: overweight

En este caso, la menor duración y el mayor *yield* relativo al *Investment Grade*, producto de un aumento razonable del riesgo de crédito, proporciona una alternativa atractiva en el contexto actual de la renta fija. Por esto, se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Similar al caso estadounidense, la subclase de activo ofrece un *yield* poco atractivo (~0.4%) 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

Nuevamente, la menor duración relativo al *Investment Grade*, sumado a un mayor *yield* ofrecido, nos lleva a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

La subclase de activo presenta características similares a sus pares *Investment Grade* desarrollados, es decir, elevada duración y bajo *yield*, por lo que se decide mantener la subexposición en *Japan Broad*.

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

La renta fija sigue siendo un activo que vive un momento desafiante, lo cual en la actualidad obliga a los inversionistas a analizar oportunidades con mayor riesgo de crédito en un contexto de *spreads* aún ajustados, lo que se encuentra en el mundo emergente. En este sentido, 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 – febrero 2022

Monedas	Bench.	Enero	Febrero	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	45.7%	42.3%	OW	0.0%	-
EUR	16.9%	15.6%	13.6%	UW	-3.3%	-
GBP	1.4%	2.1%	4.2%	OW	2.9%	+
JPY	6.9%	5.3%	2.5%	UW	-4.4%	-
GEMs	32.6%	31.3%	37.5%	OW	4.9%	+
	100%	100%	100%			

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se decidió reducir la sobreexposición a USD en favor de una mayor exposición a libra esterlina y monedas emergentes.

Resultados TAACo Global – enero 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%	55%	5%	-3.7%	-1.9%	-2.0%	-5.9	0.5
Renta Fija	50%	25%	-25%	-1.4%	-0.7%	-0.4%	-29.4	-2.7
Caja	0%	15%	15%	0.0%	0.0%	0.0%	38.4	
Oro	0%	5%	5%	-0.6%	0.0%	0.0%	9.9	
Cobertura						0.0%	-4.9	
Portafolio					-2.56%	-2.50%	8.1	-2.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								5.8
Europe ex UK	12.5%	13.5%	1.0%	-6.2%	-0.77%	-0.84%	-2.5	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	-7.9%	-0.12%	-0.12%	0.0	
UK	2.7%	3.7%	1.0%	0.8%	0.02%	0.03%	4.6	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	-1.0%	-8.5%	-1.20%	-1.12%	4.7	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	-2.3%	-0.32%	-0.35%	1.5	
US Small Caps	4.3%	4.8%	0.5%	-8.1%	-0.35%	-0.39%	-2.2	
Japan	5.2%	3.0%	-2.2%	-5.1%	-0.26%	-0.15%	3.0	
Desarrollados	54.7%	55.0%	0.3%	-5.5%	-3.01%	-2.93%	9.1	
LatAm	4.3%	4.3%	0.0%	7.3%	0.31%	0.31%	0.0	
LatAm Small Cap	0.8%	0.8%	0.0%	6.9%	0.06%	0.06%	0.0	
China	13.4%	13.8%	0.4%	-2.9%	-0.40%	-0.41%	0.3	
EM Asia ex China	14.9%	15.9%	1.0%	-3.9%	-0.58%	-0.61%	-0.1	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	-6.7%	-0.23%	-0.23%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	-1.7%	1.2%	0.11%	0.08%	-8.5	
Emergentes	45.3%	45.0%	-0.3%	-1.6%	-0.73%	-0.80%	-8.3	
Equities					-3.74%	-3.73%	0.9	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-1.9%	-0.19%	-0.17%	0.6	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	-2.0%	-0.03%	-0.05%	-0.8	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-1.5%	-0.11%	-0.11%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-3.4%	-0.25%	-0.21%	2.0	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-2.7%	-0.05%	-0.13%	-3.8	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-1.1%	-0.21%	-0.15%	-1.6	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	-1.4%	-0.01%	-0.05%	0.0	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-0.8%	-0.06%	-0.03%	-2.8	
Deuda Desarrollados	56.6%	50.8%	-5.8%	-1.6%	-0.92%	-0.90%	-6.4	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	-3.6%	-0.20%	-0.20%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-1.8%	-0.11%	-0.11%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	-1.9%	-0.10%	-0.10%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	-2.2%	-0.15%	-0.27%	-4.6	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	0.5%	0.09%	0.09%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	49.2%	5.8%	-1.1%	-0.47%	-0.59%	-4.6	
Fixed Income					-1.38%	-1.49%	-11.0	

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

Durante enero el portafolio del TAACo global cayó 2.5%, similar al desempeño del *benchmark*. Agregó valor la asignación en caja y en oro y, en menor medida, la selectividad en renta variable. Por otro lado, restó el OW en Renta Variable y el UW en Renta Fija.

En cuanto a la cartera accionaria, esta rentó -3.74%, 1 pbs. sobre el *benchmark*. Agregaron valor principalmente el OW en Reino Unido y el UW en *US Large Cap Growth*. A su vez, restó valor el UW en EMEA.

Finalmente, en renta fija la cartera del TAACo global rentó -1.49%, 11 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restó valor principalmente la sobreexposición en *US High Yield* y *EM Corporate High Yield*.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-2.5%	-2.6%	-2.5%	6.9%	6.7%	5.1%	7.3%	9.4%
Benchmark	-2.6%	-2.7%	-2.6%	6.6%	6.1%	4.4%	5.6%	8.7%
Out/Under perf. (bps)	6	14	6	30	60	69	171	
Acciones	-3.7%	-3.8%	-3.7%	10.3%	8.9%	6.9%	5.4%	14.0%
Benchmark	-3.7%	-4.1%	-3.7%	10.3%	8.8%	6.7%	4.7%	13.9%
Europe ex UK	-6.2%	-5.4%	-6.2%	10.0%	7.3%	5.8%	4.0%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-7.9%	-9.0%	-7.9%	12.8%	9.7%	9.8%	10.9%	34.6%
UK	0.8%	1.9%	0.8%	2.4%	1.8%	0.7%	0.7%	17.4%
US Large Cap Growth	-8.5%	-6.6%	-8.5%	27.6%	22.4%	17.5%	--	28.5%
US Large Cap Value	-2.3%	1.3%	-2.3%	10.4%	7.8%	9.0%	5.5%	11.8%
US Small Caps	-8.1%	-9.3%	-8.1%	12.6%	10.0%	11.1%	11.3%	15.6%
Japan	-5.1%	-5.8%	-5.1%	5.5%	4.6%	5.3%	2.4%	21.8%
Desarrollados [1]	-5.3%	-3.4%	-5.3%	16.6%	13.2%	11.5%	9.0%	22.4%
LatAm	7.3%	8.4%	7.3%	-8.1%	-1.9%	-5.6%	5.8%	20.8%
LatAm Small Cap	6.9%	8.2%	6.9%	-4.5%	0.7%	-5.3%	8.6%	31.9%
China	-2.9%	-11.6%	-2.9%	3.0%	7.3%	5.8%	12.1%	54.1%
EM Asia ex China	-3.9%	-0.9%	-3.9%	14.9%	12.3%	7.7%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-6.7%	-5.2%	-6.7%	13.2%	8.8%	5.3%	10.4%	33.2%
EM Europe and Middle East	1.2%	-5.4%	1.2%	3.8%	3.6%	-2.5%	4.3%	11.8%
Emergentes [1]	-1.9%	-4.1%	-1.9%	7.2%	8.3%	4.2%	11.9%	37.3%
Renta fija	-1.5%	-1.5%	-1.5%	3.0%	3.3%	2.4%	6.4%	5.1%
Benchmark	-1.4%	-1.5%	-1.4%	2.5%	2.9%	1.9%	5.6%	5.0%
US Govt Agencies	-1.9%	-1.7%	-1.9%	3.3%	2.6%	1.9%	5.1%	2.3%
US TIPS	-2.0%	-0.8%	-2.0%	7.2%	4.7%	2.6%	6.7%	3.0%
US Mortgages	-1.5%	-1.7%	-1.5%	2.2%	2.2%	2.1%	5.2%	2.5%
US Corps	-3.4%	-3.4%	-3.4%	5.6%	4.5%	4.1%	7.1%	6.4%
US High Yield	-2.7%	-1.9%	-2.7%	6.3%	5.4%	6.2%	9.7%	7.5%
Europe Broad	-1.1%	-1.1%	-1.1%	1.6%	1.7%	3.3%	5.4%	0.7%
Europe High Yield	-1.4%	-1.0%	-1.4%	4.7%	3.6%	6.5%	9.2%	6.2%
Japan Broad	-0.8%	-1.7%	-0.8%	-2.0%	-0.1%	-2.8%	2.0%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	-1.8%	-1.6%	-1.8%	2.8%				
EM Sovereign IG	-3.6%	-2.8%	-3.6%	5.3%	4.8%	4.3%	9.0%	9.4%
EM Sovereign HY	-1.8%	-3.0%	-1.8%	0.6%	1.6%	4.3%	10.5%	9.4%
EM Corporate IG	-1.9%	-1.8%	-1.9%	5.1%	4.5%	4.4%	--	6.7%
EM Corporate HY	-2.2%	-2.8%	-2.2%	4.3%	4.4%	5.9%	--	9.9%
EM Local Markets	0.5%	0.5%	0.5%	1.8%	3.3%	0.4%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	-1.2%	-1.4%	-1.2%	2.9%				
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	-0.6%	1.5%	-0.6%	10.7%	8.2%	0.3%	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	2022e	2023e		2022e
DM	17.9x	14.8x	2.0%	3.1x	2.2x	5%	9%	15%	3.6
US	20.2x	15.9x	2.0%	4.6x	2.9x	4%	10%	28%	5.1
Europe	14.6x	13.0x	3.0%	2.1x	1.8x	5%	6%	10%	2.9
Japan	13.7x	14.9x	3.0%	1.4x	1.3x	5%	8%	9%	2.7
EM	12.2x	11.5x	3.0%	1.8x	1.8x	5%	10%	13%	2.4
EM Asia	13.2x	12.2x	2.0%	1.9x	1.8x	6%	13%	12%	2.2
CEEMEA	9.7x	9.3x	6.0%	1.7x	1.5x	5%	3%	15%	1.9
LatAm	9.3x	12.1x	6.0%	1.9x	2.0x	-5%	3%	20%	-1.9
China	11.9x	11.9x	2.0%	1.7x	2.0x	13%	16%	11%	0.9
S.Korea	9.7x	9.9x	2.0%	1.2x	1.2x	-3%	10%	14%	-3.2
Taiwan	15.0x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	3%	6%	20%	5.0
India	22.0x	16.9x	1.0%	3.7x	3.2x	35%	20%	15%	0.6
Indonesia	15.3x	14.0x	3.0%	2.4x	3.3x	19%	11%	15%	0.8
Malaysia	14.8x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	10%	8%	10%	1.5
Thailand	18.3x	13.1x	3.0%	2.2x	2.0x	11%	14%	10%	1.7
Philippines	18.1x	16.3x	2.0%	2.0x	2.5x	27%	21%	9%	0.7
S.Africa	10.2x	12.4x	6.0%	2.1x	2.4x	6%	13%	18%	1.7
Russia	4.7x	6.3x	10.0%	0.9x	1.0x	1%	-7%	14%	4.7
Turkey	5.7x	8.4x	8.0%	1.3x	1.5x	26%	11%	19%	0.2
Poland	11.8x	11.8x	3.0%	1.3x	1.4x	-17%	5%	10%	-0.7
Hungary	8.7x	9.6x	3.0%	1.4x	1.4x	-1%	9%	14%	-8.7
Czech R.	14.8x	12.5x	6.0%	1.9x	1.7x	33%	6%	13%	0.4
Greece	10.9x	11.6x	4.0%	1.0x	1.3x	31%	22%	8%	0.4
Brazil	8.0x	10.9x	8.0%	1.9x	1.8x	-11%	0%	23%	-0.7
Mexico	13.5x	15.1x	4.0%	2.1x	2.6x	16%	14%	23%	0.8
Chile	11.3x	15.7x	5.0%	1.5x	2.0x	11%	1%	14%	1.0
Colombia	9.3x	13.5x	5.0%	1.3x	1.6x	21%	11%	21%	0.4
Peru	11.5x	12.6x	4.0%	1.9x	3.0x	22%	7%	21%	0.5

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 26 de enero de 2022

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.