

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Febrero	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-2.3%	-2.7%	-4.7%	5.8%	5.8%	4.6%	7.1%	9.4%
Benchmark	-3.0%	-3.9%	-5.5%	5.3%	5.1%	3.8%	5.4%	8.8%
Out/Underperformance (bps)	66	113	70	52	70	74	175	
Acciones	-3.1%	-3.6%	-6.7%	8.5%	7.6%	6.0%	5.2%	14.0%
Benchmark	-3.4%	-4.0%	-7.0%	8.5%	7.5%	5.8%	4.5%	13.9%
Renta Fija	-2.8%	-3.9%	-4.3%	2.0%	2.5%	2.0%	6.2%	5.2%
Benchmark	-2.5%	-3.8%	-3.9%	1.7%	2.2%	1.6%	5.4%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	6.4%	5.8%	5.8%	13.1%	8.8%	0.8%	13.2%	12.7%

Resultados al 28 de febrero de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Throwback / #TBT ... 1

Posicionamiento
TAACo Global 3

Resultados 12

Desempeño 13

Valorizaciones 14

Throwback / #TBT¹

El enfrentamiento entre Occidente y Rusia por la guerra entre este país y Ucrania, la alta inflación, crisis del petróleo y temores al uso de armamento nuclear llevan al recuerdo de la Guerra Fría, incluso de las guerras mundiales; períodos históricos que, tal como la pandemia, no esperábamos volver a vivir. Lo cierto es que este conflicto puede prolongarse y más allá de la tragedia humanitaria que ya está siendo, lleva a que riesgos de cola para la economía y los mercados mundiales se hagan cada vez más probables (se muevan hacia el centro de una distribución estadística).

Es aún poco probable una guerra desatada con intervención militar directa de la OTAN y una escalada con peligro nuclear, pero son un riesgo real. Ello en parte porque lo que el gobierno ruso esperaba sería una invasión relativamente sencilla, se convirtió en una guerra complicada principalmente por (i) la resistencia férrea de los ucranianos, militares y civiles, (ii) la gestación de crisis migratorias en los países vecinos (Polonia, Eslovaquia, Hungría, Rumania y Moldavia) y (iii) un alto rechazo a nivel global (incluidos muchos rusos). Las sanciones y bloqueo económicos a Rusia y a los rusos son fuertísimas; sin embargo, el presidente ruso Vladimir Putin hasta el momento no ha dado señales de mayor apertura al diálogo y a lograr la paz, sino más bien se han recrudecido los ataques militares a Ucrania.

Gradualmente vienen aumentando las perspectivas que esta guerra se alargue y agrave, tal como sus consecuencias. Por el momento prevalece un alto grado de incertidumbre y son muchos los escenarios y plazos probables de su desenlace. Pero definitivamente representa un cambio estructural en la geopolítica global y sus liderazgos. China se declaró neutral (Putin probablemente esperaba el apoyo), pero expresando su opción por una salida diplomática y se perfila como la única posibilidad de intermediar un acuerdo entre Rusia y Ucrania (que Putin respete), mientras que Estados Unidos y Europa pierden relevancia en las relaciones internacionales e injerencia en la geopolítica global. Asimismo, y tal como sucedió con la pandemia, esta guerra será un catalizador de tendencias estructurales que están cambiando la manera en que funciona el mundo.

Antes del conflicto, los precios de muchos activos de riesgo se habían corregido, en mayor o menor grado y seguía la recuperación global de la pandemia. La inflación y tasas de interés estaban subiendo y el Fed en Estados Unidos listo para comenzar el ajuste a partir de marzo, con

Recuerdos de guerra están aumentando la probabilidad de los eventos de cola

Guerra entre Rusia y Ucrania se está prolongando más de lo esperado, con una escalada de la violencia...

.... Y las consecuencias serán de largo plazo: cambios en liderazgos, aceleración de tendencias que comenzaron en pandemias

Conflicto gatilla correcciones a la baja en

¹ Throwback es una expresión en inglés que se utiliza en las redes sociales para mencionar o etiquetar hechos, eventos o fotos del pasado que se abrevia como #TBT.

las expectativas incorporando más de seis alzas de aquí a fin de año, lo que sería seguido por el Banco Central Europeo, mientras que el Banco de Inglaterra ya había comenzado. ¿Cómo cambia esto? Probablemente veremos al Fed con una postura menos agresiva en el programa de ajuste monetario y los entes emisores europeos deberán cambiar sus planes para contrarrestar los efectos contractivos de esta guerra en sus economías.

El peso de los activos rusos y ucranianos en los mercados de renta variable globales es bajo: las acciones rusas son menos de 4% del índice MSCI emergente y menos de 1% del de acciones globales y las ucranianas no están presentes. En renta fija tienen algo más de representatividad, con los bonos rusos llegando hasta un 6% del índice EMBI Diversified IG y los ucranianos con un peso de hasta 4% en bonos *high yield* corporativos del índice correspondiente. Actualmente, dadas las sanciones, las acciones y bonos rusos son intransables. Aunque dichos activos no tienen un peso crítico en los mercados financieros globales, un hecho de tal envergadura y sus potenciales efectos disruptivos generan los movimientos en los precios y la volatilidad que se están registrando en las últimas semanas.

Por el momento no se espera un masivo contagio financiero global. El escenario central para las inversiones cambia por las fuertes implicancias de largo plazo: mayor inflación, menor crecimiento y altos precios de las materias primas. La gravedad de los efectos será mayor para Europa y Europa del Este que están en el centro del conflicto: recesión con profundas contracciones de las economías rusa y ucraniana (ésta última con una enorme destrucción de capital) y altos déficits fiscales, por el aumento en el gasto en defensa y para lograr independencia energética, entre otros. Rusia y Ucrania en conjunto representan una cantidad significativa de la oferta mundial de energía, alimentos (granos) y fertilizantes. En Estados Unidos el impacto económico sería más acotado, al igual que para China.

En la reasignación de activos en este nuevo escenario seguimos favoreciendo las acciones sobre la renta fija, con ajustes intraclasses de activo significativas. Además, se aumentó la asignación a oro y caja como protección.

el crecimiento global, lo que podría moderar las expectativas de alzas de tasas

A pesar de la baja exposición de los activos rusos en los índices globales, se ha generado un aumento significativo de la volatilidad

El riesgo de un contagio financiero masivo es acotado, pero dada la participación de Rusia y Ucrania en los mercados de materias primas, una crisis de *commodities* afectará al mundo

Se continúa favoreciendo la renta variable sobre la fija, con posiciones de oro y caja como protección

Posicionamiento de la cartera – marzo 2022

TAACo Global	Bench.	Febrero	Marzo	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	60%	60%	OW	10%		
Renta Fija	50%	25%	20%	UW	-30%	-5.0%	-
Caja		10%	10%	OW	10.0%		
Oro		5%	10%				
Total Cartera							
Europe ex UK	12.5%	12.5%	10.0%	UW	-2.5%	-2.5%	-
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	1.0%	UW	-0.5%	-1.0%	-
UK	2.7%	2.7%	2.7%	N			
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	13.2%	UW	-1.0%		
US Large Cap Value	14.3%	15.0%	15.0%	OW	0.7%		
US Small Caps	4.3%	5.3%	5.3%	OW	1.0%		
Japan	5.2%	2.2%	2.2%	UW	-3.0%		
Mercados desarrollados	54.7%	52.9%	49.4%	UW	-5.3%	-3.5%	-
LatAm	4.3%	5.0%	7.0%	OW	2.7%	2.0%	+
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	3.0%	OW	2.2%	1.0%	+
China	13.4%	14.4%	14.9%	OW	1.5%	0.5%	+
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	14.9%	N			
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	4.0%	OW	0.6%		
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	6.8%	UW	-1.7%		
Mercados emergentes	45.3%	47.1%	50.6%	OW	5.3%	3.5%	+
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	11.6%	OW	1.4%	2.6%	+
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%	7.3%	N		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%	0.7%	N		-3.0%	-
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW	-4.5%		
Deuda desarrollados	56.6%	50.8%	51.4%	UW	-5.2%	0.6%	+
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%	6.5%	OW	1.5%	1.5%	+
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	10.0%	OW	3.3%	-2.5%	-
EM Local Markets	19.9%	19.9%	20.3%	OW	0.4%	0.4%	+
Deuda emergente	43.4%	49.2%	48.6%	OW	5.2%	-0.6%	-
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

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

Se reduce a UW la posición en Europa, mientras se mantiene el neutral en UK

US: se mantiene UW Large Cap Growth, con un largo en Large Cap Value y Small Cap

UW en Japón

Se aumenta el OW LatAm

Se aumenta OW en China

Se mantiene UW en EMEA

Se aumenta a OW Treasuries / OW TIPS

Se neutraliza US Corps y OW deuda High Yield

Se reduce a UW Europe HY

UW bonos europeos y japoneses

Se reduce el OW Emergentes a través de diversificar la posición entre bonos corporativos y en moneda local

En marzo la cartera del TAACo Global mantiene la sobreexposición a acciones en 60%, reduciendo la posición en renta fija a 20%, y tomando como cobertura ante mayor aversión al riesgo, una mayor exposición a oro (hasta 10%), mientras se mantiene la caja en 10% caja.

Se decide mantener la exposición en renta variable debido a que a pesar del alivio en las valorizaciones y que algunos activos parecen sobrecastigados, el conflicto entre Rusia y Ucrania mantendrá elevada la volatilidad de los mercados y no se deben subestimar nuevos episodios de mayor aversión al riesgo. Se favorece la asignación a activos que tienen menor exposición al conflicto y que se benefician de los altos precios de los *commodities*, como Latinoamérica. En desmedro, se recorta la posición en Europa debido a que asumirá las mayores consecuencias sociales, económicas y financieras de la guerra.

Ante la inminente alza de tasas del Fed y un escenario de mayores presiones inflacionarias la renta fija ofrece escaso valor. Se lleva a OW la posición en *Treasuries* en búsqueda de refugio, mientras se mantiene en OW *TIPS*. Se disminuye la exposición a bonos europeos, mientras que en emergentes se diversifica el riesgo entre deuda corporativa y en moneda local, donde los bonos latinoamericanos poseen mayor exposición.

Renta Variable

Europa ex UK: se reduce la posición en *large cap* y *small cap a underweight*

Queda la pandemia atrás con contagios en descenso y el continente es nuevamente el epicentro de la atención mundial debido a la guerra entre Rusia y Ucrania. Dada su cercanía con el conflicto y el alto grado de dependencia energética que tienen los países europeos con Rusia, la región será uno de los mayores perdedores. La crisis energética (y escasas de otros *commodities*) golpeará con fuerza: el petróleo se encuentra en máximos desde 2008, persistencia de la elevada inflación, reducción del poder de compra de los hogares, menor consumo, prolongación de las disrupciones en las cadenas de suministro, compresión de utilidades corporativas, entre otros, están aumentando las probabilidades de recesión o al menos estanflación.

De esta forma, el Banco Central Europeo (BCE) enfrenta el dilema de comenzar un ciclo de ajuste monetario para controlar la inflación (en febrero alcanzó 5.8% interanual, el mayor nivel desde que comenzó la unión monetaria) en momentos que enfrenta una fuerte desaceleración o incluso contracción económica en los próximos meses. Los inversionistas han postergado las expectativas del inicio del ciclo de alzas de tasas de interés para el próximo año a pesar de la persistencia de la inflación, y se vuelven pesimistas: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en marzo -7 pts., peor que los estimados y el registro previo.

Las acciones de la Zona Euro, luego de las rusas, son las que más han caído desde el 24 de febrero. La región depende de la importación de petróleo y gas natural ruso: en el caso de Alemania, 49% del gas natural consumido proviene de Rusia. De esta forma, el continente recibirá de lleno el impacto de la crisis de los *commodities* que está generando la guerra. No obstante, la crisis impulsará la inversión en la diversificación de la matriz energética, lo que está dando un nuevo impulso a temáticas como energías renovables. Además, la guerra llevará a los gobiernos europeos a aumentar el gasto en defensa, no solo tradicional sino también en ciberseguridad.

A pesar de que el aumento de la aversión al riesgo a aliviado las valorizaciones, dejándolas en niveles aún más atractivas que en versiones anteriores de este documento, el deterioro de las perspectivas económicas y financieras nos lleva a reducir el posicionamiento en acciones europeas hasta *underweight* con tal de financiar posiciones que tienen menor exposición al conflicto bélico.

Reino Unido: se mantiene en neutral la posición

A pesar del positivo *momentum* económico, que la pandemia queda atrás y que el país tiene menor dependencia energética de Rusia que otros países europeos, las perspectivas se deterioran en medio de un ciclo de ajuste monetario y desaceleración de su principal socio comercial luego de China, la Unión Europea.

Dada la elevada inflación (5.5% interanual en enero), el Banco de Inglaterra comenzó a subir la tasa de interés en la reunión de febrero. Con un aumento de 25 pbs., hasta 0.50%, la decisión estuvo dividida, con 4 de los 9 votos apoyando la idea de subir aún más la tasa hasta 0.75%. Adicional a lo anterior, la junta acordó de manera unánime reducir el programa de compra de activos. Disrupciones en las cadenas de suministros que se mantendrán por la crisis de los *commodities*, aumento en el precio de éstos, falta de mano de obra y aumento en los salarios están llevando a que el aumento en los precios se prolongue por más de lo estimado inicialmente. El mercado laboral muestra fortaleza, con la tasa de desempleo manteniéndose en 4.1% durante diciembre.

Respecto al mercado accionario, el sesgo hacia el estilo *value* de los índices de acciones británicas ha permitido que sea defensivo ante el aumento de la aversión al riesgo, donde tienen mayor ponderación sectores como el energético y el financiero. Sin embargo, para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 5%, el que se compara negativamente con el resto de Europa. La generación de ingresos de las empresas listadas en Londres se caracteriza por ser más bien global, con un fuerte componente desde Europa, más que tener una alta dependencia de la economía doméstica. De esta forma, la desaceleración o estancamiento económico de la Zona Euro afectará los resultados de las compañías británicas.

Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y muestran una tendencia al alza en términos relativos a mercados desarrollados, tanto a nivel de P/U fwd. 12 meses como P/VL.

A pesar de lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (~4%), el deterioro en las perspectivas económicas, el cierre de las brechas de retornos corto y mediano plazo, y señales de agotamiento del rally de los últimos meses nos llevan a neutralizar la exposición a acciones británicas.

Estados Unidos: Se mantiene la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* y *Small Cap*, mientras se conserva el *underweight* en *Large Cap Growth*

El país posee escasa dependencia comercial de Rusia y en parte por ello, ha liderado las sanciones en contra del Kremlin. Sanciones diplomáticas, económicas y financieras, que podrían llevar a un embargo al petróleo ruso. El Congreso evalúa la prohibición de importar productos de energía rusos y suspender toda relación comercial. Tal situación podría generar aún más presiones inflacionarias y un mayor debilitamiento económico.

En línea con el persistente aumento de la inflación (7.5% anual en enero, el mayor registro en más de cuatro décadas), el Fed ha afirmado que la entidad hará lo necesario para mantener controlado el nivel de precios en momentos en que el mercado laboral muestra fortaleza. Durante febrero se crearon 678 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas en forma neta, superando las expectativas y el registro previo; además, la tasa de desempleo cayó a 3.8% desde 4% en enero. No obstante, los salarios se desaceleran y crecen 5.1% interanual desde 5.5% el mes previo.

Lo anterior, en conjunto con una mayor probabilidad de estancamiento económico, ha llevado a que los inversionistas internalicen entre 5 a 6 alzas de tasas de interés para este año, desde 7 consecutivas que se estimaban a inicios de enero. Por su parte, y en respuesta a la mayor demanda por activos de refugio, la curva de tasas de interés se mueve hacia abajo y continúa aplanándose por mayores caídas en la parte de mayor duración.

Respecto al sector corporativo, a la fecha ha reportado casi la totalidad de las empresas del S&P 500, con un crecimiento promedio de las utilidades de 38%, el cual supera por 13% las expectativas. Si bien el crecimiento de utilidades se desacelera, al igual que el crecimiento económico, se destaca que un 77% 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 menos de 2%, dato que es corregido a la baja respecto al mes anterior.

La combinación de inflación persistente y comienzo del ajuste monetario presiona en mayor medida los retornos de las acciones que son más sensibles a variaciones en las tasas, como las de estilo *growth*. Así, se opta por favorecer la rotación hacia estilos como el *value* y *small cap*, que aún muestran rezago, valorizaciones atractivas y mayor espacio de apreciación, logrando capturar de mejor manera el alza de la inflación, de tasas de interés, con mayor exposición a sectores como el industrial y energético.

Por su parte, las valorizaciones se alivian con la corrección de mercado, pero siguen luciendo elevadas 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 de *small caps* tienen una mayor corrección al alza que para *large cap* en los últimos 3 meses.

Las perspectivas económicas se debilitan y en el contexto actual se privilegia la posición en las acciones que aún muestran rezago de largo plazo 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*, en parte, para financiar 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, con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a tener un sesgo *growth*).

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

El *momentum* económico se torna negativo con los datos económicos mostrando señales de estancamiento económico en medio de contagios de covid, que si bien se desaceleran, se mantienen elevados.

A diferencia del mes anterior, las perspectivas se vuelven desfavorables. El país tiene un sesgo manufacturero y una alta exposición al sector automotriz, por lo que el aumento en el precio de *commodities* industriales afectará el desempeño económico. Por su parte, el aumento en el precio de los *commodities* energéticos y alimentos, deteriorará el consumo y presionará los márgenes corporativos (que tienen una generación de ingresos globalizada).

En cuanto a la política monetaria, la inflación se acelera, pero se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en enero fue de 0.5% interanual) debido a que reducción en tarifas telefónicas ha compensado el aumento en el precio de la energía. En base a una inflación que no ha llegado a niveles de otras economías desarrolladas, el Banco de Japón mantendría 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, para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 3%, 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.

Si bien el yen y en cierta medida las acciones japonesas funcionan como refugio ante eventos de mayor aversión al riesgo, los fundamentos económicos y corporativos se deterioran, el índice transa en un mercado canal bajista que deja escaso potencial de apreciación que nos lleva a mantener la subexposición a acciones japonesas para favorecer regiones, países donde hay mejores perspectivas y potencial de capturar valor.

Acciones Emergentes: Se aumenta el OW en China y Latam. Además, se mantiene el neutral en EM Asia ex China y el UW en EMEA.

Al igual que pares desarrollados, los mercados emergentes se vieron afectados por el conflicto bélico entre Rusia – Ucrania. Los países de Europa emergente se llevaron la peor parte, por su proximidad y los mayores lazos comerciales con los países en medio del conflicto. En tanto, en Asia, la mayor exposición al alza en el precio del petróleo también terminó afectando a las acciones. Destacar principalmente el caso de India y Corea del Sur que muestran una mayor vulnerabilidad al alza en los precios del petróleo en la medida que además luchan con mayores presiones inflacionarias. Con respecto a China, el país ratificó su neutralidad al conflicto y no ha asumido como un aliado principal de Rusia como se esperaba en un comienzo. A su vez, destaca el hecho de que podría asumir un liderazgo clave para darle solución al conflicto y mediar entre las diversas partes afectadas. Por otra parte, Latinoamérica, asoma como la región más resiliente al conflicto. Los altos niveles de exportación de petróleo y otros *commodities* que han registrado alzas significativas en las últimas semanas, la menor proximidad al epicentro del conflicto y menores ruidos políticos internos generan mejor escenario para los países de Latinoamérica relativo tanto a pares emergentes como globales. Destaca principalmente Colombia por su condición de exportador neto tanto de petróleo como carbón. Con lo anterior, se aumenta el OW en mercados emergentes, concentrando la sobreexposición en Latinoamérica y China.

América Latina: Se aumenta el overweight

Latinoamérica se encuentra alejada geográficamente del conflicto y tiene baja dependencia económica y comercial de ambos países, por lo que no se ve afectada negativamente por este evento. De hecho, se ve beneficiada por el alza en el precio de los *commodities*. Además, América Latina aún presenta un rezago relevante de mediano y largo plazo respecto a índices globales, a pesar del buen desempeño durante el año. Finalmente, en un contexto de expectativas de ajuste monetario global debido a las presiones inflacionarias, se favorecen los sectores energéticos, materiales y financiero, los cuales son predominantes en la región. De esta forma, se decide aumentar el *overweight*.

En el caso de **Brasil**, el PIB del cuarto trimestre de 2021 creció 1.6% interanual, sobre las expectativas del mercado y permitiendo que la economía brasileña saliera de recesión técnica. Por su parte, el mercado laboral mantiene su recuperación con la tasa de desempleo de diciembre bajando a 11.1% y alcanzando el nivel de prepandemia. En comercio internacional, el precio del hierro y la soja -principales exportaciones del país- han subido en los últimos 3 meses alrededor de 50% y 32% respectivamente, siendo enfatizado por la guerra entre

Rusia y Ucrania, que a su vez mantiene el precio del petróleo al alza. Las exportaciones brasileñas se han beneficiado del conflicto entre estos 2 países, dado que ha reemplazado productos exportados por Rusia y Ucrania, tales como aceite de soja, hierro y petróleo y sus destilados. Lo anterior provocó un aumento de 33% en las exportaciones de febrero respecto al año anterior, mejorando así la balanza comercial del mismo mes.

La inflación se mantiene en doble dígito por quinto mes consecutivo, siendo en enero 10.4% interanual, por lo que se espera que el Banco Central en la reunión de marzo realice un alza de 100 pbs. en la tasa Selic desde 10.75% a 11.75%, pero luego comenzaría a moderar su ajuste monetario con una última alza de 50 pbs. en la reunión de mayo llegando así a 12.25%, permaneciendo estable hasta el 2023. En el escenario político, lidera las encuestas presidenciales Lula Da Silva con un promedio de preferencias de 42%, seguido con distancia por el presidente Jair Bolsonaro (28%), lo que ha generado expectativas positivas por parte del mercado, dado la postura moderada que hasta el momento ha mostrado el primero. Por otra parte, es relevante ver cómo evoluciona la enmienda constitucional para reducir el impuesto a los combustibles, que aliviaría las presiones en el precio de éstos, pero a la vez disminuiría los ingresos del gobierno y generaría presiones fiscales. Por su parte, las valorizaciones 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 la actividad económica y el mercado laboral, valorizaciones en niveles atractivos y con apoyo en precio de *commodities*, **se decide aumentar la sobreexposición de acciones brasileñas.**

En el caso de **México**, los IMEF manufacturero y no manufacturero de febrero regresan a terreno de leve expansión económica, siendo 50.9 y 50.5 ptos. respectivamente, mientras que el PIB de 2021 creció 4.8%, en línea con el consenso de mercado. No obstante, la inflación se mantiene en niveles elevados, llegando en enero a 7.1% interanual, provocando que el Banco Central realizara un alza de 50 pbs. en la tasa de política monetaria, desde 5.5% hasta 6.0%. En el escenario político, persiste la incertidumbre respecto a la reforma eléctrica impulsada por el gobierno, que tiene fecha límite de discusión el 22 de abril, pero se suspendió definitivamente el decreto que declaraba proyectos de infraestructura como seguridad nacional (excluyéndose de procedimientos de transparencia y competencia). Respecto a valorizaciones, aún se mantienen 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 - ésta última tanto en términos absolutos como relativos a la región-. En base a lo anterior, dado que existen leves mejoras en la actividad económica y valorizaciones en niveles atractivos, pero con presiones inflacionarias e incertidumbre respecto a reformas del gobierno, **se decide mantener la exposición neutral en acciones mexicanas.**

En **Chile** los procesos políticos para cambiar el modelo de desarrollo económico en el país siguen en marcha, con el gobierno del presidente electo Gabriel Boric ad portas de comenzar (11 de marzo), y la Convención Constitucional aprobando las primeras normas que formarán parte de la propuesta de nueva constitución, a ser sometidas a un plebiscito obligatorio de salida. En este sentido, la aprobación al trabajo de la Convención a nivel de la ciudadanía cae, aunque el caso base sigue siendo que el nuevo texto constitucional se aprobaría, lo cual podría generar diversas dificultades debido a una eventual radicalidad en las propuestas. Por su parte, la economía se normaliza desde niveles históricamente elevados, con la actividad económica cayendo nuevamente en términos mensuales (-1%) en enero luego de un retroceso generalizado por sectores, exceptuando servicios, y alcanzando el 9% de crecimiento interanual, casi 2% por debajo de las expectativas. Además, la recuperación del mercado laboral se desaceleró considerablemente, y la tasa de desempleo para el trimestre terminado en enero se ubicó en 7.3%, rompiendo la tendencia a la baja que venía mostrando desde marzo del 2021. A pesar de lo anterior, el mercado chileno ha sido uno de los más resilientes al efecto de la guerra. En este sentido, las valorizaciones lucen atractivas, con las razones P/U *fwd.* y P/VL una desviación estándar bajo su promedio. El contraste entre un riesgo idiosincrático presente, una guerra que provocaría mayores presiones inflacionarias, y valorizaciones muy castigadas, nos llevan a **reducir a neutral la exposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, la actividad económica y ventas minoristas de diciembre crecieron sobre las expectativas del mercado -siendo 11.8% y 15.9% interanual respectivamente- y el PIB de 2021 creció 10.6%, significando el mayor incremento en los últimos 100 años. Además, el PIB tiene una alta correlación positiva con el precio del petróleo, agregando *momentum* en su economía dado el auge en el precio de éste. De esta forma, se benefician

las exportaciones y mejoran las estimaciones para la cuenta corriente del país. No obstante, la inflación de febrero llegó a 8.0% a doce meses, por lo que se espera que el Banco de la Republica continúe con su ajuste monetario y en la reunión de marzo realice un alza de 150 pbs, desde 4.0% hasta 5.5%. Por otra parte, luego de las elecciones legislativas y primarias de los partidos políticos del 13 de marzo disminuirá la incertidumbre electoral acerca de la elección presidencial de mayo. 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 una 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, por lo tanto, se decide **mantener la sobreexposición en acciones colombianas.**

En el caso del **Perú**, la actividad económica de diciembre y el PIB del cuarto trimestre de 2021 crecieron 1.7% y 3.2% interanual, respectivamente, ambos sobre las expectativas del mercado y con lo que se estima un crecimiento del PIB de 2021 en torno al 13%. Por su parte, la inflación de febrero fue 6.2% interanual, por lo que se estima que el Banco Central continúe con su ciclo de ajuste monetario, elevando la tasa de política monetaria durante las próximas reuniones hasta 5.5% para fines de 2022 -actualmente en 3.5%-. En comercio internacional, el precio del cobre se mantiene en niveles altos con alzas de alrededor 9% en los últimos 3 meses. Por el lado político, se mantiene una tensa relación entre el ejecutivo y el congreso, dado que la oposición se encuentra en busca de firmas para apoyar una segunda moción de vacancia contra el presidente Pedro Castillo, quien alcanzó un nivel de rechazo a su gestión de 67% en febrero. Finalmente, sus valorizaciones permanecen en niveles atractivos, dado que la razón P/U *fwd.* y P/VL transan bajo su promedio en términos absolutos -ésta última también en términos relativos a la región-. En base a lo anterior, con una actividad económica aún sobre las expectativas, pero que todavía se encuentra contrastado con un complejo escenario político polarizado que genera problemas de gobernabilidad, se decide **mantener la exposición neutral a acciones peruanas.**

En **Argentina**, la actividad económica de diciembre creció 9.8% interanual, sumando así diez meses consecutivos con alzas interanuales y generando un crecimiento de 10.3% en 2021. No obstante, la inflación se mantiene en niveles muy altos en comparación al resto de la región, llegando en enero a 50.7% interanual. Por su parte, la sequía continúa presente en las zonas más productivas del país (norte de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe), presionando la producción de maíz y soja -principales exportaciones del país-, que de acuerdo con el informe de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires de mantenerse las condiciones climatológicas actuales la producción podría disminuir un 14% y 13%, respectivamente. En el escenario político, el gobierno logró terminar de negociar todos los detalles del acuerdo con el FMI y se discutirá durante esta semana en el congreso. Sin embargo, el oficialismo deberá tener una estrategia para tener el apoyo político suficiente para lograr la aprobación del acuerdo antes del 22 de marzo, cuando vence el pago de USD 3,000 millones con el organismo, dado el alto nivel de rechazo hacia el FMI por parte de la oposición. 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

Luego de comenzar el mes con rentabilidades positivas, nuevos ruidos regulatorios en las últimas semanas y la crisis en Europa del Este ejercieron presión sobre las acciones chinas off-shore lo que las llevó a cerrar con caídas. Por su parte, las acciones domésticas se beneficiaron de los flujos constantes de los últimos meses, la flexibilización monetaria en curso y una menor exposición al conflicto bélico, terminando el mes con alzas.

Hacia adelante, se torna de crucial importancia el rol que asumirá China dentro del conflicto. Si bien, en un principio, se esperaba ver a China como un socio natural de Rusia, e, incluso hubo ruidos sobre un posible recrudescimiento de las relaciones con Taiwán, en los últimos días dichos temores se han ido apaciguando. La neutralidad ha primado, y, algunos esperan que se mantenga en las próximas semanas, y, que, incluso el gigante asiático asuma un liderazgo clave para solucionar el conflicto que le pueda traer beneficios de largo plazo. Sin embargo, el escenario es aún incierto.

Por otro lado, apareció un reporte oficial que muestra las primeras señales de una flexibilización de la política cero-covid-19 que ha primado durante la pandemia en China. No obstante, dicha política sería por etapas,

experimentando en algunas provincias, y, en ningún caso, se trataría de un cambio agresivo hacia una reapertura total. Por su parte, la actividad económica se comienza a recuperar con el mayor impulso monetario y fiscal y el PMI manufacturero de febrero volvió a terreno de expansión económica. La inflación controlada y el compromiso de las autoridades con la estabilización del crecimiento seguirían dando soporte a la flexibilización monetaria

En cuanto al sector corporativo, éste se sigue enfrentando a las regulaciones de las autoridades. Sin embargo, valorizaciones que cotizan más de una desviación estándar bajo su promedio histórico mostraría que ya está dicho riesgo en gran parte en los precios. A su vez, los flujos siguen llegando tanto a las acciones *off-shore* como *on-shore*, y, además, podrían agregar un impulso ante una posible búsqueda de refugio por parte de los inversionistas globales. Con todo, **se decide aumentar la sobreexposición en acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se reduce el OW

Las principales economías de la región (Taiwán, India y Corea) han visto rentabilidades negativas en este comienzo de año afectadas por su condición de importadores netos de diversos *commodities* que han registrado alzas significativas en las últimas semanas. A su vez, valorizaciones más caras y el inicio del ajuste monetario en economías como la surcoreana han disminuido el apetito de los inversionistas globales. Por otro lado, el sudeste asiático luce más resiliente para enfrentar la coyuntura actual dado que países como Indonesia o Malasia se favorecen de las alzas en los precios del sector energético. Con todo, **se decide mantener la exposición neutral en la región, favoreciendo una mayor exposición en Indonesia y manteniendo la subexposición en India.**

Valorizaciones más de una desviación estándar sobre promedios históricos, reportes corporativos que sorprenden negativamente a los analistas y su condición de importador neto de petróleo afectaron el desempeño de las acciones **indias** durante febrero. Además, con la inflación de enero en 6% anual (rango meta 2-6%) y el precio del petróleo subiendo, se hace cada vez más probable un alza en las tasas de interés que afecten la recuperación económica en curso. A su vez, las valorizaciones siguen luciendo caras tanto en términos absolutos como al resto de emergentes lo que ha moderado el apetito de los inversionistas globales registrando salidas netas en ETF's en los últimos meses. Dado lo anterior, **se decide seguir con la subexposición a acciones indias.**

Entre los mercados de peor desempeño en lo que va del año en la región destaca **Corea**. El ajuste monetario en curso (alza de 75 pbs. desde el segundo semestre del año pasado), los casos de covid-19 al alza y su condición de importador neto de crudo explican en parte lo anterior. Respecto a este último punto, el escenario luce desafiante, al ser una de las economías más afectadas por las alzas en el precio del petróleo. En cuanto a la política monetaria, las elecciones presidenciales y el posterior cambio de gobernador del Banco Central dejaron en pausa el ajuste de los últimos meses, sin embargo, analistas estiman dos alzas más para el resto del año. A pesar de lo anterior, la alta demanda de semiconductores se mantendría fuerte y las valorizaciones (P/U fwd. bajo promedios históricos) se han moderado por lo que **se decide mantener el neutral en acciones coreanas.**

El *momentum* económico ha continuado en **Taiwán**. La transición a la electromovilidad y la alta demanda de productos electrónicos han seguido dando soporte a la producción de semiconductores beneficiando a la economía local. Además, la inflación se ha visto menos presionada que pares globales lo que ha permitido mantener los bajos tipos de interés. No obstante, al igual que casos anteriores, la economía taiwanesa es importadora neta de crudo y otras materias primas que cotizan con alzas significativas. Lo anterior presionará los márgenes de las compañías en los próximos meses lo que se refleja en la moderación de los inversionistas globales registrándose leves salidas netas de ETF's en el último mes. Con lo anterior, se decide **continuar con la exposición neutral a acciones taiwanesas.**

Las perspectivas para el **sudeste asiático** relativo a sus pares siguen mejorando. Aún sin entrar en la etapa tardía de recuperación económica y con economías como Indonesia y/o Malasia que se podrían beneficiar del aumento en los precios del sector energético, las economías del sudeste quedan mejor paradas que sus pares asiáticos. Además, el soporte monetario continuaría en los próximos meses y con la pandemia quedando atrás podría haber una mayor reactivación del sector turístico que representaba antes del inicio de la pandemia un 10% del PIB en países como Tailandia. Además, las valorizaciones siguen luciendo bajo promedios históricos y se observa un mayor apetito de inversionistas globales con entradas netas de flujos a ETF's a todos los países de la región en el último mes. En este escenario, **se continúa con el OW en la región concentrándolo en Indonesia.**

EMEA: Se mantiene el *underweight*

Al igual que su impacto global, el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania genera efectos divergentes en la región. Rusia cerró el mes con una caída de más de 50% y las economías de Europa emergente sufren por la mayor dependencia del primero. Por otro lado, Arabia Saudita siguió beneficiándose de los mayores precios del petróleo y Sudáfrica podría favorecerse de las alzas en metales como el oro y el paladio. A pesar de lo anterior, la región sigue expuesta a una alta inestabilidad macroeconómica y política, lo que **nos lleva a mantener la cautela y seguir con la subexposición en EMEA.**

Sigue mejorando el escenario económico en **Sudáfrica**. Con los casos de covid disminuyendo y una caída en las protestas o ruidos políticos desde mediados del año pasado, el escenario ha mejorado y así lo demostró el PMI de manufactura de febrero que subió de 57.1 pts a 58.6 pts. Además, respecto al sector corporativo, la alzas en el precio de *commodities* como el paladio, dada la alta importancia de Ucrania en la producción del mineral, o la búsqueda de refugio en el oro que ha impulsado alzas en su precio, mejora las perspectivas de las compañías locales. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo bajo promedios históricos (P/U fwd. más de una desviación estándar bajo el promedio) lo que ha impulsado un mayor apetito por las acciones locales con entradas netas a ETF's en el último mes por más del 10% del total de activos administrados. Dado lo anterior, **se decide llevar a OW desde neutral la exposición en acciones sudafricanas.**

A pesar de las advertencias y conversaciones diplomáticas sostenidas durante los últimos meses, **Rusia** anunció la invasión militar de Ucrania el 24 de febrero luego de haber reconocido como independientes el 22 del mismo mes a las repúblicas separatistas de Donetsk y Luhansk. A lo anterior, han seguido diversas sanciones a la economía rusa por parte de Estados Unidos y Europa como el congelamiento de los activos del Banco Central fuera del país y/o la suspensión de la plataforma de pagos internacionales SWIFT, las cuales, tienen como objetivo aislar a la economía rusa. Lo anterior ha llevado a diversos expertos y analistas a considerar al mercado ruso como no-invertible generando que la reconocida casa de índices MSCI lo sacara recientemente del *MSCI Emerging Markets* y lo declarara como un mercado independiente. En términos políticos, la situación sigue con una alta incertidumbre y por el momento no ha habido muestras de moderación por parte de las autoridades rusas a no ser que Ucrania cumpla con sus demandas. Las cuales serían al menos 4: 1) Terminar con la resistencia militar 2) Consagrar la neutralidad y la imposibilidad de formar parte de la OTAN en la constitución 3) Reconocer Crimea como territorio ruso 4) Reconocer las repúblicas separatistas de Donest y Lugansk. En este escenario, esperamos que se mantenga la alta incertidumbre con lo que el actual contexto, y la decisión ya mencionada de MSCI, **nos lleva a eliminar Rusia de nuestra asignación de mercados emergentes.**

La alta inestabilidad macroeconómica y política ha seguido golpeando a **Turquía**. Además, el *momentum* económico se ha venido desacelerando y el PMI manufacturero cayó por segundo mes consecutivo y se ubicó en 50.4 pts. A su vez, la inflación se sigue disparando y en enero se acercó a 50% anual, explicado por alzas en los costos energéticos (que continuarían) y en el precio de los alimentos. Lo anterior ha seguido moderando el apetito de los inversionistas globales y en el último mes se registraron salidas netas de ETF's por casi 5% del total de activos administrados. Dado lo anterior, y a pesar de que las valorizaciones lucen bajo sus promedios, **se decide seguir con la subexposición a acciones turcas.**

Se mantiene el UW en la exposición en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La proximidad de la región al conflicto entre Rusia-Ucrania lo hace vulnerable a las consecuencias tanto económicas como sociales que está dejando la guerra. Además, el ajuste monetario ha continuado y las mayores presiones inflacionarias por las alzas en los precios en el sector energético seguirán afectando.

Por último, **Arabia Saudita** se ha seguido beneficiando de las alzas en el precio del petróleo y en febrero cerró nuevamente con rentabilidades positivas. Además, la economía sigue con un alto dinamismo y el PMI manufacturero subió a 56.2 pts. en febrero desde los 53.2 pts. del mes anterior, marcando su decimotercero mes consecutivo al alza. Por su parte, los flujos globales siguen llegando con entradas netas a ETF's en el último mes. Dado lo anterior se decide **mantener la sobreexposición en acciones saudíes.**

Renta Fija

US Treasuries: se lleva a overweight bonos nominales y se mantiene la sobreexposición en TIPS

Luego de los acontecimientos de las últimas semanas, ampliamente mencionados en el documento, la búsqueda de refugio de los inversionistas y las mayores presiones inflacionarias llevaron a beneficiarse tanto a los *treasuries* nominales como indexados a inflación (TIPS). Dado que la incertidumbre se mantiene, y los riesgos de cola han aumentado su probabilidad de ocurrencia, se decide llevar a *OW* la exposición en *treasuries* nominales y mantener la sobreexposición en TIPS.

US Mortgages: neutral

Si bien el mercado laboral ha continuado recuperándose, e incluso los datos de febrero sorprendieron al alza a los analistas, el ajuste monetario esperado para los próximos meses y un *yield* ajustado por riesgo poco atractivo nos lleva a mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: se neutraliza desde underweight

Luego de las caídas de las últimas semanas, el *spread* de la clase de activo se ha ampliado. Además, presenta una menor exposición al conflicto bélico entre Rusia – Ucrania. Dado lo anterior, y a pesar de la duración elevada (mayor a 8 años), se decide neutralizar la subexposición en *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Al igual que el caso anterior, el *spread* se ha ampliado en las últimas semanas. Además, la clase de activo sigue mostrando una menor duración y un *yield* atractivo relativo a otras clases de activos. Dado lo anterior, se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

La alta exposición al conflicto bélico, un *yield* poco atractivo y una duración superior a 7 años, nos llevan a mantener la subexposición en la clase de activo.

Europe High Yield: neutral

A pesar de la menor duración y el mayor *yield* relativo a la otra clase de activos, la exposición de la deuda europea a la actual coyuntura nos lleva a tener mayor cautela y *se decide neutralizar la exposición en Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

La alta duración y un *yield* ajustado por riesgo poco atractivo, nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos y local markets

Dada la exposición de Rusia en todos los índices de renta fija, y, a su vez, la ponderación de más de 4% que mantenía previo a la crisis Ucrania en el EMBI HY, la deuda emergente se vio golpeada en sus distintas clases de activos en las últimas semanas. Con lo anterior, los *spreads* se han ampliado en todas las clases de activo destacando principalmente la deuda soberana en donde estos se ubican más de una desviación estándar sobre su promedio de 15 años. Sin embargo, la incertidumbre continúa y probablemente afectará en el corto-mediano plazo. Con lo anterior, **se decide diversificar la sobreexposición que se mantenía en CEMBI HY, llevando a OW la exposición en CEMBI IG y Local Markets**. Éste último, beneficiado también por la exposición de Latinoamérica que podría verse beneficiada en sus términos de intercambio dada la actual crisis y favorecer la apreciación de las monedas.

Exposición a monedas – marzo 2022

Monedas	Bench.	Febrero	Marzo	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	42.3%	47.2%	OW	5.0%	+
EUR	16.9%	13.6%	10.4%	UW	-6.5%	-
GBP	1.4%	4.2%	1.8%	OW	0.5%	-
JPY	6.9%	2.5%	2.4%	UW	-4.5%	-
GEMs	32.6%	37.5%	38.2%	OW	5.6%	+
	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 no tomar coberturas.

Resultados TAACo Global – febrero 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%	60%	10%	-3.4%	-1.7%	-1.9%	-4.2	16.6
Renta Fija	50%	25%	-25%	-2.5%	-1.3%	-0.7%	-10.6	-7.2
Caja	0%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.0%	29.8	
Oro	0%	5%	5%	6.4%	0.0%	0.3%	46.8	
Cobertura						0.0%	-4.7	
Portafolio					-2.97%	-2.31%	57.0	9.4
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
							66.4	
Europe ex UK	12.5%	12.5%	0.0%	-3.9%	-0.49%	-0.49%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	-3.7%	-0.06%	-0.07%	-0.2	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	0.4%	0.01%	0.01%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	-1.0%	-4.5%	-0.64%	-0.59%	1.1	
US Large Cap Value	14.3%	15.0%	0.7%	-2.3%	-0.33%	-0.35%	0.7	
US Small Caps	4.3%	5.3%	1.0%	0.9%	0.04%	0.05%	4.3	
Japan	5.2%	2.2%	-3.0%	-1.2%	-0.06%	-0.03%	-6.7	
Desarrollados	54.7%	52.9%	-1.8%	-2.8%	-1.53%	-1.48%	-0.7	
LatAm	4.3%	5.0%	0.7%	4.7%	0.20%	0.24%	5.7	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	-0.9%	-0.01%	-0.02%	3.0	
China	13.4%	14.4%	1.0%	-3.9%	-0.52%	-0.56%	-0.5	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	-1.3%	-0.19%	-0.19%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	-2.3%	-0.08%	-0.09%	0.7	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	-1.7%	-14.9%	-1.27%	-1.01%	19.6	
Emergentes	45.3%	47.1%	1.8%	-4.1%	-1.86%	-1.64%	28.4	
Equities					-3.39%	-3.12%	27.7	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	-0.7%	-0.07%	-0.06%	-2.3	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	0.9%	0.01%	0.02%	4.1	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-1.0%	-0.07%	-0.07%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-2.0%	-0.15%	-0.13%	-0.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-1.0%	-0.02%	-0.05%	4.3	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-2.2%	-0.42%	-0.29%	-2.0	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	-2.8%	-0.02%	-0.10%	-0.8	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-0.5%	-0.04%	-0.02%	-9.4	
Deuda Desarrollados	56.6%	50.8%	-5.8%	-1.4%	-0.78%	-0.70%	-6.7	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	-5.5%	-0.31%	-0.31%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-5.5%	-0.34%	-0.34%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	-4.4%	-0.22%	-0.22%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.5%	5.8%	-6.4%	-0.43%	-0.80%	-22.2	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-2.4%	-0.47%	-0.47%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	49.2%	5.8%	-4.1%	-1.77%	-2.14%	-22.2	
Fixed Income					-2.55%	-2.84%	-28.9	

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

Durante febrero el portafolio del TAACo global cayó 2.3%, 66 pbs. mejor que el 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 -3.1%, 28 pbs. sobre el *benchmark*. Agregaron valor principalmente el *UW* en EMEA, seguido de la posición larga en Latam y en *US small caps*.

Finalmente, en renta fija la cartera del TAACo global rentó -2.8%, 29 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restó valor principalmente la sobreexposición en *EM Corporate High Yield* y el *UW* en bonos japoneses.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-2.3%	-2.7%	-4.7%	5.8%	5.8%	4.6%	7.1%	9.4%
Benchmark	-3.0%	-3.9%	-5.5%	5.3%	5.1%	3.8%	5.4%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	66	113	70	52	70	74	175	
Acciones	-3.1%	-3.6%	-6.7%	8.5%	7.6%	6.0%	5.2%	14.0%
Benchmark	-3.4%	-4.0%	-7.0%	8.5%	7.5%	5.8%	4.5%	13.9%
Europe ex UK	-3.9%	-4.1%	-9.9%	7.4%	6.3%	4.6%	3.8%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-3.7%	-7.2%	-11.4%	10.7%	8.6%	8.6%	10.6%	34.6%
UK	0.4%	8.4%	1.2%	1.6%	1.6%	0.3%	0.7%	17.4%
US Large Cap Growth	-4.5%	-11.5%	-12.6%	24.4%	20.2%	16.4%	--	28.5%
US Large Cap Value	-2.3%	1.9%	-4.5%	8.5%	6.6%	8.4%	5.3%	11.8%
US Small Caps	0.9%	-4.2%	-7.2%	11.2%	9.7%	10.8%	11.4%	15.6%
Japan	-1.2%	-4.5%	-6.2%	5.1%	4.1%	4.6%	2.4%	21.8%
Desarrollados [1]	-2.5%	-3.7%	-7.7%	14.4%	12.1%	10.7%	8.8%	22.4%
LatAm	4.7%	17.5%	12.4%	-5.3%	-1.6%	-5.6%	6.1%	20.8%
LatAm Small Cap	-0.9%	13.3%	5.9%	-4.0%	-0.5%	-6.1%	8.6%	31.9%
China	-3.9%	-9.7%	-6.7%	0.5%	5.7%	4.7%	11.8%	54.1%
EM Asia ex China	-1.3%	-0.4%	-5.1%	14.3%	11.2%	7.0%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-2.3%	-5.4%	-8.9%	11.5%	7.2%	4.2%	10.2%	33.2%
EM Europe and Middle East	-14.9%	-12.7%	-13.9%	-0.8%	0.6%	-4.8%	3.3%	11.8%
Emergentes [1]	-3.0%	-3.0%	-4.8%	6.0%	7.0%	3.2%	11.7%	37.3%
Renta fija	-2.8%	-3.9%	-4.3%	2.0%	2.5%	2.0%	6.2%	5.2%
Benchmark	-2.5%	-3.8%	-3.9%	1.7%	2.2%	1.6%	5.4%	5.1%
US Govt Agencies	-0.7%	-3.0%	-2.5%	3.1%	2.4%	1.9%	5.1%	2.3%
US TIPS	0.9%	-0.9%	-1.2%	7.5%	4.8%	2.8%	6.8%	3.0%
US Mortgages	-1.0%	-2.5%	-2.4%	1.9%	1.9%	2.0%	5.2%	2.5%
US Corps	-2.0%	-5.4%	-5.3%	4.8%	3.8%	3.8%	7.0%	6.4%
US High Yield	-1.0%	-1.9%	-3.7%	5.3%	4.9%	5.9%	9.6%	7.5%
Europe Broad	-2.2%	-4.5%	-3.3%	0.9%	1.0%	2.9%	5.2%	0.7%
Europe High Yield	-2.8%	-3.2%	-4.2%	2.9%	2.8%	5.7%	9.0%	6.2%
Japan Broad	-0.5%	-3.0%	-1.2%	-1.5%	-0.2%	-2.2%	2.0%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	-1.4%	-3.4%	-3.1%	2.5%				
EM Sovereign IG	-5.5%	-8.1%	-8.9%	3.2%	3.2%	3.6%	8.6%	9.4%
EM Sovereign HY	-5.5%	-5.2%	-7.2%	-1.5%	0.0%	3.2%	10.1%	9.4%
EM Corporate IG	-4.4%	-6.1%	-6.2%	3.2%	3.2%	3.7%	--	6.7%
EM Corporate HY	-6.4%	-7.9%	-8.4%	1.6%	2.8%	4.8%	--	9.9%
EM Local Markets	-2.4%	-0.7%	-1.9%	1.4%	2.3%	-0.1%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	-4.3%	-4.5%	-5.5%	1.4%				
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	6.4%	5.8%	5.8%	13.1%	8.8%	0.8%	13.2%	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	17.3x	14.9x	2.0%	3.1x	2.2x	6%	9%	16%	2.9
US	19.8x	16.0x	2.0%	4.5x	2.9x	5%	10%	29%	4.0
Europe	13.6x	13.1x	3.0%	2.0x	1.8x	5%	7%	11%	2.7
Japan	12.9x	14.8x	3.0%	1.3x	1.3x	3%	8%	9%	4.3
EM	11.6x	11.5x	3.0%	1.8x	1.8x	4%	10%	12%	2.9
EM Asia	12.5x	12.2x	3.0%	1.8x	1.8x	5%	13%	12%	2.5
CEEMEA	9.4x	9.3x	6.0%	1.7x	1.5x	-2%	4%	14%	-4.7
LatAm	9.3x	12.1x	7.0%	1.9x	2.0x	7%	3%	22%	1.3
China	11.0x	11.8x	2.0%	1.5x	2.0x	13%	15%	11%	0.8
S.Korea	9.5x	9.9x	2.0%	1.2x	1.2x	-8%	13%	14%	-1.2
Taiwan	14.0x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	2%	6%	19%	7.0
India	20.6x	16.9x	2.0%	3.6x	3.2x	34%	20%	15%	0.6
Indonesia	15.6x	14.0x	3.0%	2.5x	3.3x	16%	11%	16%	1.0
Malaysia	15.5x	14.9x	4.0%	1.6x	1.9x	10%	8%	10%	1.6
Thailand	18.6x	13.2x	3.0%	2.2x	2.0x	9%	14%	9%	2.1
Philippines	17.9x	16.3x	2.0%	2.0x	2.5x	24%	22%	9%	0.7
S.Africa	10.4x	12.4x	6.0%	2.2x	2.4x	5%	15%	18%	2.1
Russia	2.8x	6.3x	10.0%	0.6x	1.0x	-18%	-8%	14%	-0.2
Turkey	4.8x	8.3x	8.0%	1.2x	1.5x	41%	6%	22%	0.1
Poland	10.0x	11.8x	4.0%	1.2x	1.4x	-17%	5%	10%	-0.6
Hungary	5.4x	9.6x	4.0%	0.9x	1.4x	-7%	5%	14%	-0.8
Czech R.	12.7x	12.5x	6.0%	1.8x	1.7x	30%	4%	14%	0.4
Greece	10.2x	11.6x	4.0%	1.0x	1.3x	37%	14%	8%	0.3
Brazil	7.9x	10.9x	8.0%	1.9x	1.8x	5%	-1%	24%	1.6
Mexico	13.8x	15.1x	4.0%	2.1x	2.6x	7%	17%	25%	2.0
Chile	11.3x	15.6x	5.0%	1.4x	1.9x	13%	3%	15%	0.9
Colombia	9.0x	13.4x	19.0%	1.4x	1.6x	23%	12%	22%	0.4
Peru	12.7x	12.7x	4.0%	2.0x	3.0x	25%	7%	21%	0.5

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 2 de marzo de 2022

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.