

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Marzo	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	0.0%	-4.8%	-1.0%	5.5%	5.5%	4.6%	7.1%	9.3%
Benchmark	-1.3%	-6.7%	-3.5%	4.6%	4.5%	3.7%	5.3%	8.7%
Out/Underperformance (bps)	128	192	252	96	94	86	184	
Acciones	0.3%	-6.4%	-0.8%	8.3%	7.4%	6.1%	5.2%	13.9%
Benchmark	-0.4%	-7.4%	-1.9%	8.1%	7.1%	5.8%	4.5%	13.8%
Renta Fija	-2.1%	-6.3%	-5.4%	1.1%	2.0%	1.8%	6.1%	5.3%
Benchmark	-2.2%	-6.0%	-5.4%	0.7%	1.7%	1.4%	5.2%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	1.7%	7.5%	14.8%	14.5%	9.3%	1.6%	13.3%	12.7%

Resultados al 31 de marzo de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

De la Expansión Cuantitativa al Ajuste Cuantitativo

El foco de la economía y mercados globales está puesto en las tasas de interés, principalmente las de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. La curva de rendimientos de éstos (*yield curve*) ha estado registrando tramos en que su pendiente se invierte (normalmente positiva: a mayor plazo, mayor tasa de interés), lo que suele ser un predictor de recesiones.

A partir de la gran crisis del 2008 las autoridades monetarias globales, encabezadas por el Fed de Estados Unidos, utilizaron política monetaria no convencional, que complementa a las disminuciones en las tasas de interés como política expansiva. De ahí en adelante -magnificado a su máximo por la pandemia- el *Quantitative Easing* (QE o expansión cuantitativa), es decir la compra de activos por parte de los bancos centrales para aumentar la liquidez y promover la inversión y el crédito- ha sido el “pan de cada día” de las economías y mercados mundiales.

Sin embargo, niveles de inflación no vistos hace décadas gatillaron cambios en la postura de los bancos centrales del mundo, los que han comenzado a subir las tasas de interés de referencia y se espera que el Fed comience a reducir más agresivamente el tamaño de su balance (incrementado por el QE) a partir de mayo. Esto nos lleva a una situación inédita en la historia de la economía moderna; el retiro de estímulos monetarios no convencionales o *Quantitative Tightening* (QT o Ajuste cuantitativo).

La inflación actual es en mayor o menor medida y dependiendo del país y región, producto de (i) los estímulos fiscales y monetarios implementados para contrarrestar los efectos del shock covid-19 y (ii) las interrupciones en las cadenas de abastecimiento por la reapertura y luego, la guerra entre Rusia y Ucrania.

En el caso de Estados Unidos, la economía muestra sobrecalentamiento, por lo que esta vez no hay duda de que el ajuste monetario se ejecutará: mayores tasas de interés y QT hasta que las expectativas inflacionarias se vuelvan a anclar a niveles objetivo. La actividad debiera comenzar a desacelerarse en el segundo semestre de este año y probablemente una recesión técnica se vería al año siguiente.

Índice

- De la Expansión Cuantitativa al Ajuste Cuantitativo 1
- Posicionamiento TAACo Global 3
- Resultados 13
- Desempeño 14
- Valorizaciones 15

Tasas de interés son el foco de atención de los inversionistas globales

Expansión cuantitativa (QE) ha sido la forma de los bancos centrales de dar soporte a los mercados y economías...

... pero, la elevada inflación gatilló un cambio hacia el retiro de los estímulos monetarios: subida de tasas de interés y reducción del balance (QT)

En EE.UU. se evidencia sobrecalentamiento, lo que está llevando al Fed a ser más agresivo (*hawkish*) para alinear las expectativas inflacionarias



La gran preocupación es el potencial impacto de alzas de las tasas de interés en el crecimiento global y el hecho que el Fed esté detrás de la curva (atrasado en subir las tasas) lo lleve a cometer un error de política monetaria por intentar demostrar que su compromiso contra la inflación es prioridad.

Impacto del alza de tasas en el crecimiento económico es incierto y genera preocupación entre los inversionistas

Otro gran tema con impacto de corto y largo plazo es la guerra entre Rusia y Ucrania, que se seguiría prolongando, para luego, ojalá, regresar a tiempos de paz en Europa Central. No obstante, sus consecuencias quedarán: el impacto en la economía europea (una muy probable recesión), mayor gasto en defensa de Europa y otros, el reemplazo de la importación de energía de Rusia, nuevas alianzas y un paso más hacia la desglobalización.

Guerra se prolonga y dejará consecuencias de largo plazo

La desglobalización, acelerada por la pandemia y la guerra, surge de que todos los gobiernos del mundo se planteen (i) cuán dependientes son de otros países en bienes y servicios necesarios para su funcionamiento económico, social, etc.; (ii) en qué monedas e instrumentos tener sus reservas y hacer transacciones internacionales y (iii) cómo crecer si no es de la mano del resto del mundo. Los posibles desenlaces de la tendencia a la desglobalización son un gran acuerdo entre los dos más grandes, China y Estados Unidos o una fragmentación del mundo en dos polos. Esto es una historia en desarrollo cuya definición puede tomar mucho tiempo y formas.

Desglobalización se ha acelerado por la pandemia y la guerra

Por su parte, China ha evitado pronunciarse apoyando a cualquiera de los dos países beligerantes, limitándose a abogar por una salida pronta y pacífica. Además, en otro flanco hace frente a rebrotes de COVID en grandes ciudades, como Shanghái, lo que está dificultando llegar a un crecimiento objetivo de 5.5% anual; aunque esto asegura que siga con la política monetaria y fiscal expansiva o que incluso la aumente.

China enfrenta sus propios problemas: aumento de contagios lleva a endurecer política cero covid, llevando a las autoridades a impulsar una política monetaria y fiscal expansiva para dar soporte económico

Dados los riesgos mencionados en torno a los grandes temas globales, el QT en Estados Unidos, los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania y los obstáculos que enfrenta China, se favorece reducir la sobre ponderación en renta variable respecto a la renta fija y mantener posiciones en caja y oro. Sin embargo, aún se ve más valor en las acciones que en los bonos, ya que las tasas de interés seguirían su trayectoria al alza, vemos una desaceleración, pero aún queda impulso en el crecimiento económico, existen países con valorizaciones relativas y absolutas atractivas y el sector corporativo, en general, goza de buena salud financiera.

Dados los riesgos, se reduce la sobre exposición en renta variable y el UW en renta fija, mientras se mantiene caja y oro como protección

Posicionamiento de la cartera – abril 2022

TAACo Global	Bench.	Marzo	Abril	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	60%	55%	OW 5%	-5.0%	-
Renta Fija	50%	20%	25%	UW -25%	5.0%	+
Caja		10%	10%	OW 10.0%		
Oro		10%	10%			
Total Cartera						
Europe ex UK	12.5%	10.0%	10.0%	UW -2.5%		
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.0%	1.0%	UW -0.5%		
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%	49.4%	49.4%	UW -5.3%		
LatAm	4.3%	7.0%	7.0%	OW 2.7%		
LatAm Small Cap	0.8%	3.0%	3.0%	OW 2.2%		
China	13.4%	14.9%	14.9%	OW 1.5%		
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	13.2%	UW -1.7%	-1.7%	-
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	4.0%	OW 0.6%		
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	8.5%	N		1.7% +
Mercados emergentes	45.3%	50.6%	50.6%	OW 5.3%		
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
US Govt Agencies	10.2%	11.6%	10.2%	N	-1.4%	-
US TIPS	1.3%	2.5%	2.5%	OW 1.2%		
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N		
US Corps	7.3%	7.3%	8.7%	OW 1.4%	1.4%	+
US High Yield	1.8%	4.6%	3.2%	OW 1.4%	-1.4%	-
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW -6.1%		
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.7%	N		
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW -4.5%		
Deuda desarrollados	56.6%	51.4%	50.0%	UW -6.6%	-1.4%	-
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%	6.5%	6.5%	OW 1.5%		
EM Corporate HY	6.7%	10.0%	11.4%	OW 4.7%	1.4%	+
EM Local Markets	19.9%	20.3%	20.3%	OW 0.4%		
Deuda emergente	43.4%	48.6%	50.0%	OW 6.6%	1.4%	+
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Se reduce a 55% la exposición a acciones y se aumenta RF a 25%. Se mantiene caja y oro en 10%

Se mantiene en UW la posición en Europa y 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 mantiene OW LatAm y China

Se reduce desde neutral a UW Asia EM ex China para neutralizar EMEA

Se neutraliza Treasuries / OW TIPS

Se aumenta a OW US Corps reduciendo el OW de High Yield

Se mantiene UW Europe HY

UW bonos europeos y japoneses

Se aumenta el OW Emergentes a través de mayor posicionamiento en corporativo high yield

En abril la cartera del TAACo Global reduce la sobreexposición a acciones hasta 55%, aumentando la posición en renta fija a 25%. Se mantiene como cobertura oro y caja (ambos en 10%).

Se decide reducir la sobre exposición en renta variable debido a los riesgos que representan el ajuste monetario, la guerra en Europa y la prolongación de las cuarentenas en China. 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 EE.UU. la selectividad es clave, se favorecen acciones rezagadas, con valorizaciones atractivas y potencial de apreciación, como las *value* y *small cap*. A la vez, se mantiene la posición corta en Europa debido a que asumirá las mayores consecuencias sociales, económicas y financieras de la guerra.

Ante el inminente inicio de la contracción del balance del Fed y tasas de interés al alza, la renta fija ofrece escaso valor. Se lleva a UW la posición en *Treasuries*, mientras se mantiene en OW TIPS por el soporte que tiene en flujos. Se mantiene la preferencia por deuda emergente sobre desarrollada, sobreponderando productos de *spread* y menor duración.

Renta Variable

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

Como epicentro de la guerra, la región sufre pérdida del momentum económico y recortes en las expectativas de crecimiento. El shock de commodities mantendrá elevada la inflación por un tiempo más prolongado de lo estimado inicialmente, acelerando los ajustes en la política monetaria, deteriorando la capacidad de compra de los consumidores y reduciendo su confianza en la economía, generando presiones sobre las ya debilitadas cuentas fiscales y comprimiendo los márgenes corporativos.

La pandemia queda atrás a pesar de rebrotes en algunos países; si bien han aumentado los contagios, las muertes se mantienen acotadas, lo que ha permitido que continúe el relajamiento de las medidas restrictivas.

La atención se centra en la guerra y sus consecuencias. El conflicto se está alargando más de lo esperado, con escaladas de violencia que para muchos eran inimaginables. La Unión Europea va por la quinta ronda de sanciones a Rusia, prohibiendo la importación de carbón ruso a lo que se sumaría el petróleo. Debido a la alta dependencia que tiene Europa de Rusia, el alza en el precio de los commodities energéticos y alimentos está llevando a los gobiernos a recortar impuestos y/o entregar subsidios para ayudar a los hogares, presionando aún más las cuentas fiscales. No obstante, la crisis está impulsando 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.

Por su parte, la inflación llega a niveles máximos desde que comenzó la unión monetaria (7.5% interanual en marzo). De esta forma, el Banco Central Europeo (BCE) enfrenta el dilema de comenzar un ciclo de ajuste monetario para controlar la inflación en momentos que enfrenta una fuerte desaceleración o incluso contracción económica en los próximos trimestres. A inicios del año el mercado estimaba que la región crecería 4.2% en 2022, hoy el crecimiento no superaría el 3%. Además, los inversionistas proyectan la primera alza de tasas de interés entre junio y julio, y la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en abril -18 pts., peor que los estimados y el registro previo.

Las acciones de la Zona Euro prácticamente ya han recuperado su valor desde que comenzó la guerra, pero transan con volatilidad, sujetas a los vaivenes de la geopolítica. El crecimiento esperado de utilidades si bien se ha corregido levemente al alza para este año (9.4% 2022e), se ha recortado para el próximo (6.5% 2023e) debido al efecto de las presiones de costo y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios/fiscales.

A pesar de que las valorizaciones son atractivas en términos relativos a desarrollados, el deterioro de las perspectivas económicas y financieras nos lleva a mantener el posicionamiento *underweight* en acciones europeas 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 ambiente de elevada inflación, mercado laboral estrecho como consecuencia del Brexit, un ciclo de ajuste monetario que se vuelve agresivo y la desaceleración de sus principales socios comerciales (la Unión Europea y China).

Al igual que en el resto del mundo, la alta inflación (6.2% interanual en febrero, la mayor desde el inicio de los '90) gatilló que el Banco de Inglaterra comenzara a subir la tasa de referencia en diciembre pasado. A la fecha se han realizado 3 alzas, llevando la tasa desde 0.1% a 0.75% en la reunión de marzo, esperándose 5 alzas adicionales en lo restante del año. Inflación que se mantendrá elevada y un mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.8% en febrero, volviendo a niveles pre pandemia) llevan a una postura agresiva por parte del banco central, aumentando los temores de un frenazo económico.

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. Dado esto, se ha corregido al alza el estimado del crecimiento de utilidades para 2022, llegando a 10%, superior al resto de Europa. No obstante, para 2023 se recorta el estimado hasta menos 2%, el que se compara negativamente 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 aunque transan con descuento respecto al resto de los desarrollados, muestran una tendencia al alza 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 dado el ajuste monetario agresivo y la desaceleración de sus socios comerciales, el cierre de las brechas de retornos corto y mediano plazo, y señales de agotamiento del rally de los últimos meses nos llevan a mantener una posición neutral en 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 han llevado a prohibir la importación de petróleo y carbón ruso, y en consecuencia a liberar reservas estratégicas de crudo para aminorar las alzas de éste.

Ante signos de sobrecalentamiento dada la elevada inflación (8.5% anual en marzo, el mayor registro en más de cuatro décadas) y un mercado laboral robusto (en marzo se crearon 431 mil nuevos puestos no agrícolas, la tasa de desempleo bajó a 3.6% y los salarios subieron 5.6% anual), el Fed comenzó el alza de tasas marzo y comenzaría a reducir el balance en mayo. Los inversionistas internalizan alzas de 50 pbs. en las reuniones de mayo y junio, y alzas de 25 pbs. en las reuniones del resto del año. De esta forma, la curva de tasas de interés se ha continuado moviendo al alza, revirtiendo en la última semana la inversión que se estaba dando en algunos tramos. No obstante, el alza en tasas que se ha dado en lo corrido del año, en términos relativos la curva de tasas de interés aún tiene espacio para seguir corrigiendo al alza, con el mercado estimando que la tasa a 10 años podría llegar a 3% desde el 2.7% actual.

Respecto al sector corporativo, está por comenzar la temporada de reportes del 1er trimestre del año, los inversionistas esperan atentos a ver la forma en que las empresas sortean las presiones de costos y proyectan el año. Se espera que las utilidades se desaceleren al igual que la economía, para crecer en torno a 20% desde 32% el trimestre previo. Para 2022, una alta base de comparación, menor demanda y mayores presiones de costo llevarían a que las utilidades crezcan cerca de 10%, desacelerándose respecto al 50% de incremento en 2021.

La combinación de inflación persistente y 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 continúan aliviándose, pero siguen luciendo elevadas en términos relativos tanto a nivel de razón P/U fwd. como P/VL. 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 el último mes.

Las perspectivas económicas se debilitan y en el contexto actual se privilegia la posición en 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 *Large Cap Value* y *Small Caps*. Estas últimas poseen una alta exposición a sectores que se benefician de mayores tasas de interés, como el financiero, con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a ser más *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.

Las perspectivas se mantienen 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 y la desaceleración económica global 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 febrero fue de 0.9% interanual) debido a que una 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. Debido a lo anterior, el diferencial de tasas de interés con respecto a pares desarrollados está generando una fuerte salida de flujos desde el país, llevando a que el yen se depreciara 5.5% en marzo. El debilitamiento del yen si bien beneficia al sector exportador, también encarece el costo de vida y lleva a que los consumidores sean aún más cautelosos con el gasto.

Con respecto al sector corporativo, para 2022 se espera una contracción de utilidades cercana a 1%, dato que fue corregido a la baja y que se compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y 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 mantiene el *OW* en China y Latam. Además, se lleva a *UW* EM Asia ex China y se neutraliza la exposición en EMEA

Dispar rendimiento de las acciones emergentes en el primer trimestre del año. China continuó con una alta volatilidad influenciado por posibles sanciones de EE.UU., intensificación de la política cero covid y ruidos regulatorios que se mantienen. Por otra parte, Latinoamérica y Medio Oriente se beneficiaron del alza de *commodities* y terminan con rentabilidades positivas lideradas por Brasil. Para los próximos meses, esperamos que los precios de las materias primas se mantengan altos y el ajuste monetario en gran parte de emergentes se siga materializando. Además, las valorizaciones chinas estarían descontando un escenario extremadamente negativo, a pesar de los ruidos ya mencionados. También destacar que Rusia salió finalmente del índice de mercados emergentes y EMEA. Con lo anterior, se decide mantener la sobreexposición en mercados emergentes, concentrándola en Latam y China. A su vez, se neutraliza la subexposición de EMEA, en la medida que también se ve beneficiado del alza en el petróleo y otros *commodities*. Finalmente, se lleva a *UW* la exposición en Asia EM ex China, ante valorizaciones más ajustadas y una mayor exposición al sector tecnológico que se ve afectado negativamente por el actual ambiente de alza de tasas.

América Latina: Se mantiene el *overweight*

Latinoamérica ha mostrado un gran desempeño impulsado por el soporte del elevado precio de los *commodities*. NO obstante, los buenos resultados, las acciones aún presentan un rezago de mediano y largo plazo respecto a índices globales, sin recuperar los niveles pre pandemia. Asimismo, en un contexto 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 **mantener el *overweight***.

En el caso de **Brasil**, el PMI manufacturero de marzo regresa a terreno de expansión económica con 52.3 pts., mientras que el PMI de servicios se mantiene en terreno positivo avanzando hasta 58.1 pts. Por su parte, el mercado laboral mantiene su recuperación con la tasa de desempleo de febrero bajando a 11.2% y sorprendiendo con la creación de 328 mil empleos en el mes. En comercio internacional, el precio del hierro y la soja -principales exportaciones del país- han subido en los últimos 3 meses alrededor de 22% y 21% respectivamente, sumado al auge en el precio del petróleo, beneficiando a las exportaciones del país que en marzo crecieron 25% respecto al año anterior y generando un superávit comercial de USD 7,400 millones durante el mismo mes.

La inflación se vuelve a acelerar durante marzo llegando a 11.3% interanual, por lo que el Banco Central realizó un alza de 100 pbs. en la tasa selic, hasta 11.75%, y anunció una última alza de 50 pbs. en la próxima reunión de mayo, llegando así la tasa de referencia hasta 12.25%. En el escenario político, las encuestas presidenciales siguen siendo lideradas por Lula Da Silva con un promedio de preferencias de 43%, seguido con distancia por el presidente Jair Bolsonaro (26%), lo que genera expectativas positivas por parte del mercado, dada la postura moderada que hasta el momento ha mostrado el primer candidato. 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 soporte en precio de *commodities*, **se decide mantener la sobreexposición a acciones brasileñas.**

En el caso de **México**, los IMEF manufacturero y no manufacturero de marzo permanecen en terreno de expansión económica, con incrementos en ambos indicadores (52.3 y 52.9 pts. cada uno). Asimismo, las ventas minoristas de enero superaron las expectativas del mercado creciendo 6.7% interanual, mientras que el mercado laboral mantiene su fortaleza con la tasa de desempleo de febrero siendo 3.7%. En comercio internacional, las exportaciones de febrero crecieron 16% mensual alcanzando un nivel histórico desde que se tiene registro. Por su parte, la inflación de marzo fue 7.5% interanual, por lo que el banco central elevó la tasa de política monetaria en 50 pbs. hasta 6.5%. En el escenario político, se ratificó que el presidente AMLO terminará su mandato en 2024, apoyado en amplia mayoría (91%), pero se destaca que la participación electoral fue bastante baja (18% del padrón electoral). Además, la corte suprema no considero inconstitucional la Ley de la Industria Eléctrica, generando incertidumbre en el sector energético, pero aún las empresas pueden optar a recursos de protección. Por otra parte, esta semana se votará la reforma eléctrica impulsada por el gobierno, estimándose que el oficialismo no tendría los votos necesarios para aprobarla dado que no han intentado moderar el proyecto y los partidos de oposición se han declarados contrarios a éste. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años en términos absolutos - ésta última tanto en términos absolutos como relativos a la región-. Bajo este escenario, con recuperación en la actividad económica, valorizaciones en niveles atractivos y menor incertidumbre respecto a reformas del gobierno, **se decide aumentar a *OW* la posición neutral en acciones mexicanas.**

En el caso de **Chile**, comienza el mandato del presidente Boric, el cual, hasta el momento, ha sido errático y enfrentado diversas controversias. En este sentido, la aprobación del presidente cae y se ubica en torno al 45%, lo que corresponde a la caída más violenta en aprobación presidencial para el primer mes de gobierno desde el año 2014. Por su parte, la Convención Constitucional sigue en el proceso de votación de normas a incorporar en la nueva constitución, pero también ha sufrido un importante golpe en su aprobación, con la opción “rechazo” superando por primera vez a la opción “apruebo” en diversas encuestas. Con todo, el caso base sigue siendo que el nuevo texto constitucional se apruebe el 4 de septiembre. En el caso de la economía, la actividad económica creció 6.8%

interanual en febrero, muy por debajo del 8% esperado y el 9% anterior, lo que confirma el proceso de normalización desde los elevados niveles que alcanzó en 2021, ratificando el sesgo a la baja en las proyecciones de crecimiento para los próximos años. Además, la inflación ha sido más persistente de lo que se esperaba inicialmente, y ya se espera un 10% interanual en el indicador a mitad de año, para finalizar en cerca de 8% el 2022. A raíz de esto, el Banco Central continuó con su proceso de alza de tasa agresivo, elevando la tasa 150 pbs. hasta 7%, que de todas formas se ubicó bajo lo esperado por los analistas. El tono *dovish* de la entidad monetaria proviene de la creencia del Banco que la desaceleración de la actividad regularizará el aumento de precios, lo cual aún no convence al mercado, que pronostica una inflación que supera el 3% de la meta establecida por el Banco Central los próximos años. Como elemento de riesgo considerable, se encuentra además la discusión de un nuevo retiro de fondos previsionales, que se sumaría a los USD ~52 bn de los retiros anteriores, generando mayores presiones inflacionarias, no contempladas en las proyecciones de inflación actuales. Con todo, la entrada de flujos a la región, sumado a valorizaciones muy atractivas (razones P/U fwd y P/VL una desviación estándar bajo el promedio a 5 años), nos llevan a decidir **mantener en neutral la exposición en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el mercado laboral se recupera con la tasa de desempleo de febrero bajando a 12.7% desde el mes previo (14.8%), mientras que se reactiva el consumo con las ventas minorista de enero creciendo 20.9% interanual, superando las expectativas del mercado. Por su parte, el PIB posee una alta correlación con el precio del petróleo, entregando *momentum* a la economía y beneficiando significativamente los términos de intercambio del país debido al auge en el precio de éste. Lo anterior ha beneficiado las exportaciones y mejora las estimaciones de su complicada posición fiscal. Sin embargo, la inflación de marzo llegó a 8.5% a doce meses, provocando un alza de 100 pbs. en la tasa de referencia hasta 5.0%. En el escenario político, se disminuye la incertidumbre luego de que las encuestas presidenciales muestran que la brecha entre el candidato de extrema izquierda Gustavo Petro y el de centro derecha Federico Gutierrez ha disminuido, incluso se publicó que en una segunda vuelta entre ambos candidatos ganaría el segundo por 3.5 ptos. 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. De esta forma, a pesar de las presiones inflacionarias y un escenario fiscal complejo, persiste la recuperación económica impulsada por el precio del petróleo, junto a valorizaciones en niveles atractivos y con menor incertidumbre política, por lo tanto, se decide **augmentar la sobreexposición en acciones colombianas**.

En el caso del **Perú**, la actividad económica de enero creció 2.9% interanual, en línea con las expectativas y mostrando una normalización de la economía. De todas formas, el comercio internacional se ha visto beneficiado del alto nivel en el precio del cobre y junto a relevantes entradas netas de flujo al país, el sol peruano se ha fortalecido siendo la segunda moneda de mejor desempeño en la región, con una apreciación cercana a 8% en lo que va del año. No obstante, la inflación de marzo llegó a 6.8% a doce meses, siendo el mayor nivel en 28 años y provocando que el Banco Central elevara la tasa de política monetaria en 50 pbs. hasta 4.5%. Además, desde fines de marzo existe un paro de transportistas que reclaman en contra de los altos precios de los combustibles, el cual generó diversas protestas violentas, en las cuales el gobierno incluso tuvo que establecer toque de queda y desplegar militares en Lima durante 1 día. Lo anterior, intensifica la crisis de gobernabilidad que se vive en el país con un presidente que, si bien sobrevivió a la segunda moción de vacancia permanente en su contra, posee un 76% de desaprobación de su gestión y todavía existe una tensa relación entre el poder ejecutivo y legislativo. 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 valorizaciones atractivas y una moneda fortalecida, pero contrastado con un complejo escenario político polarizado que genera problemas de gobernabilidad, se decide **mantener la exposición neutral a acciones peruanas**.

En el caso de **Argentina**, su mercado laboral se recupera con la tasa de desempleo del cuarto trimestre siendo 7.0%, representando el mejor nivel desde 2016, mientras que la producción industrial de febrero creció 8.7% interanual, el mejor registro en 6 años. No obstante, la inflación vuelve a acelerarse llegando en febrero a 52.3% interanual, por lo que el gobierno con el fin de controlar la inflación decidió agregar 404 productos al programa de precios cuidados, quedando en total 1763 artículos con precios fijos hasta el 7 de julio. Por otra parte, la sequía continúa afectando a

la zona norte del país, incluyendo las zonas más productivas de maíz y soja -principales exportaciones del país-, presionando su producción, pero manteniendo el alza en el precios de éstos. En el plano político, el gobierno logró llegar a acuerdo con el FMI para refinanciar la deuda de USD 45,000 millones, pero provocó una fragmentación dentro del oficialismo, dado que no todos estaban a favor de él. Lo anterior, genera incertidumbre respecto a la gobernabilidad dado que el quiebre más notorio se ve en las crecientes diferencias entre el presidente Alberto Fernandez y la vicepresidente Cristina Kirchner. Respecto a valorizaciones, se mantienen atractivas. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y sin una gobernanza clara, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene el *OW* en acciones chinas

Negativo y movido marzo para las acciones chinas. Posibles sanciones por parte de EE.UU., la estricta política cero covid y los continuos ruidos regulatorios generaron abruptas caídas en las primeras semanas del mes (las cuales se suman a las que se habían observado en el último año). Debido a lo anterior, se anunciaron una serie de medidas. Entre éstas destacaron priorizar la estabilidad del mercado de valores, hacer más predecible y terminar pronto con las regulaciones, apoyar a las compañías que cotizan en el exterior y enfrentar activamente la crisis en el sector inmobiliario. Con lo anterior, las acciones chinas recuperaron parte de las pérdidas, pero de igual forma cerraron el marzo con una caída de 8% en USD. A su vez, desde el *peak* de febrero del 2021, acumulan una caída de más de 40%.

En el ámbito económico, los PMI de marzo (manufactura y servicios en 48 y 42 pts. respectivamente) anticipan un complejo escenario para los próximos meses. La política cero covid se ha intensificado ante el aumento de casos y, de momento, no se moderaría en el corto plazo. Sin embargo, el compromiso del gobierno con un crecimiento en torno al 5.5% para el 2022 hace prever una significativa expansión monetaria y fiscal en los próximos meses. La cual, de todas formas, ya comenzó a fines del año pasado.

Con respecto al sector corporativo, las caídas ya mencionadas del último año han llevado a una moderación significativa en las valorizaciones, las cuales, hoy cotizan bajo los promedios históricos, y, además, con descuento récord respecto a las acciones de EE.UU. Ante este escenario surge la pregunta: ¿Son las valorizaciones actuales justificadas? Las regulaciones del último año y un menor crecimiento económico estructural afectarán el potencial de crecimiento de las compañías, por lo cual, se justificarían, al menos, en parte. Sin embargo, y como se mencionó, las acciones cotizan con descuento histórico ante EE.UU. y más de una desviación estándar bajo pares regionales. En este escenario, la corrección parece excesiva. A su vez, continuamos viendo entradas de flujos a los principales ETF's. A lo anterior, se suma la ya mencionada política monetaria expansiva, la cual, históricamente ha demostrado dar impulso al rendimiento accionario. Con todo lo anterior, **se decide mantener la *sobreexposición* en acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se reduce a *UW*

La región presenta una alta exposición al sector tecnológico principalmente por Taiwán y Corea. Además, la mayoría son importadores netos de materias primas (o petróleo en particular) por lo que han visto deteriorados sus términos de intercambio en los últimos meses. Las valorizaciones no lucen atractivas relativo a pares globales y la inflación se ha comenzado a acelerar en algunos países lo que llevará a un mayor ajuste en la política monetaria (que ha estado rezagada v/s pares globales). Dado lo anterior, **se decide llevar a *underweight* la posición en Asia EM ex China.**

Entre los países emergentes, **India** destaca como uno de los principales afectados en sus términos de intercambio por las recientes alzas en los *commodities*. A su vez, el ajuste monetario resulta inminente con una inflación (7% interanual en marzo) que ya se ubica sobre el rango meta (2-6%) y con el Fed volviéndose más *hawkish*. Sin embargo, las valorizaciones se moderan y se ajustan a sus promedios históricos en la medida que las expectativas de utilidades se han mantenido resilientes y estables en el último mes. Además, la actividad económica continúa con un alto dinamismo y los PMI se ubican en terreno de expansión económica. Con todo lo anterior, **se decide reducir la *subexposición* en acciones indias.**

Las elecciones marcaron el acontecer político en el último mes en **Corea**. Finalmente, el candidato del partido conservador, Yoon-Suk-yeol se impuso como el próximo presidente. En el corto plazo, las consecuencias serían principalmente geopolíticas. El presidente electo ha mantenido un tono más distante de oriente y Corea del Norte, a diferencia de su mayor proximidad con EE.UU. En este escenario, estrecharía relaciones bilaterales con el último e impulsaría una mayor apertura económica. Por otro lado, el cambio de gobernador del Banco Central no alteraría el ajuste monetario en curso en la medida que la inflación se ubica sobre el 4% v/s el 2% de meta. Lo anterior moderaría las expectativas económicas que también se han visto afectadas por los significativos aumentos en los casos de covid, los cuales, de igual forma, no han implicado restricciones a la movilidad (e impacto económico) comparables al caso de China. Además, los términos de intercambio se ven negativamente afectados v/s pares emergentes. Con respecto al sector corporativo, la alta demanda de semiconductores seguirá dando soporte, pero se espera que el impulso se modere relativo a los años previos. Lo anterior ha afectado el apetito de los inversionistas globales y en el último mes se registraron importantes salidas (8% del total de activos administrados, AUM por la sigla en inglés) de ETF's. En este escenario, **se decide llevar a UW la exposición en acciones coreanas.**

En **Taiwán** la autoridad monetaria inició el alza de tasas durante marzo en la medida que la inflación se ubica en torno a 2.5%, sobre la meta de 2% y la moneda se ha depreciado en torno a 3% durante el año. Lo anterior en el marco de una actividad económica que se mantiene con alto dinamismo impulsada por la continua alta demanda de semiconductores. En este escenario, el PMI de marzo siguió en terreno de expansión económica y registró 54 pts. Con respecto al sector corporativo las valorizaciones se han moderado y la razón P/U fwd. se ubica más de una desviación estándar bajo el promedio histórico. Lo anterior ha impulsado entrada de flujos de capitales y en el último mes se registraron entradas por casi 5% del AUM. Con lo anterior, **se decide mantener el neutral en Taiwán.**

Durante el primer trimestre, y luego de un complejo 2021, el sudeste asiático registró un *outperformance* relativo a pares regionales. La política monetaria expansiva, la mejora en los términos de intercambio ante las alzas en los precios de *commodities* de países como Indonesia y la ubicación en una etapa más temprana de la recuperación económica dieron soporte a lo anterior. Sin embargo, para los próximos meses el escenario se vuelve desafiante. La inflación comienza a acelerarse en países como Tailandia (5.7% YoY en marzo) o Filipinas (4.1% YoY en marzo), a su vez no todos se benefician de los altos precios de los *commodities* y las valorizaciones comienzan a lucir más ajustadas. En este escenario, se decide profundizar en la selectividad en la región. Por un lado, **se continúa favoreciendo Indonesia, mientras que, por otro, Tailandia y Filipinas se deciden llevar a *underweight*.**

EMEA: Se neutraliza desde *underweight*

Si bien la inestabilidad macroeconómica se mantiene, la salida de Rusia del índice le quita ruido geopolítico a la región. Además, la hace más atractiva para beneficiarse del alza en el precio de los *commodities* (Arabia Saudita y Sudáfrica quedan con más de 60%). Con lo anterior, y pesar de valorizaciones más ajustadas, **se decide neutralizar la exposición en EMEA.**

Entre los ganadores del primer trimestre, ha destacado **Sudáfrica**. Beneficiado de los altos precios de los *commodities* y también apoyado de un mayor control de la pandemia, el mercado sudafricano cierra con alzas de más de 10% en los primeros 3 meses del año. Además, la recuperación económica continúa y así lo demuestra el PMI de marzo que se ubicó en 51.4 pts., sobre los 50.9 del mes previo. Además, las valorizaciones siguen cotizando bajo promedios históricos, las expectativas de utilidades se corrigen al alza y se registran entradas de capitales. Dado lo anterior, **se decide continuar con la sobreexposición en acciones sudafricanas.**

Luego de las abruptas caídas del 2021 tanto en el mercado financiero como en la moneda, el mercado accionario en **Turquía** se ha recuperado en esta primera parte del año. Lo anterior a pesar de los ruidos geopolíticos entre Rusia y Ucrania y de continuar con una alta inflación en medio de un manejo poco confiable de la política monetaria. Valorizaciones que transaban muy por debajo de promedios históricos (y también relativo a pares emergentes) explicarían principalmente la recuperación observada. Sin embargo, las expectativas económicas y corporativas

siguen sujetas a una alta inestabilidad, los flujos ausentes y muestra una alta exposición al conflicto bélico. Con lo anterior, **se mantiene la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el UW en la exposición en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La guerra continúa, las sanciones aumentan y probablemente la actividad económica en la región se resienta en los próximos meses. Por su parte, el ajuste monetario se suma a lo anterior y se registran constantes salidas de flujos en las últimas semanas.

Finalmente, **Arabia Saudita** y diversos países de medio oriente se benefician de las alzas en los precios del sector energético dado el alto sesgo petrolero que mantienen en la región. A lo anterior, se suma la consolidación de la recuperación económica postpandemia con datos de PMI que se siguen ubicando en terreno de amplia expansión económica e ingresos constantes de flujos en los últimos meses. En este escenario y a pesar de valorizaciones más altas, **se decide mantener la sobreexposición en acciones saudíes.**

Renta Fija

US Treasuries: se neutraliza bonos nominales y se mantiene la sobreexposición en TIPS

La cualidad de activo de refugio de los *treasuries* se ha visto opacada por el contexto inflacionario que permanece vigente en el mundo. En este sentido, los bonos de gobierno han sufrido caídas, y no se espera una recuperación suficientemente potente como para devolver el atractivo a los *treasuries*. La excepción la constituyen los papeles indexados a inflación, que siguen con soporte en flujos y atractivo por eventuales ajustes en las perspectivas inflacionarias. Dado lo anterior, se decide llevar a neutral la exposición en *treasuries* nominales y mantener la sobreexposición en TIPS.

US Mortgages: neutral

El mercado laboral ha continuado en su senda de recuperación, pero aumento en el costo de las viviendas y su financiamiento enfrían la demanda. La combinación de riesgo/retorno de la subclase de activo es poco atractiva para la muestra analizada. Por esto, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: se neutraliza desde underweight

El Investment Grade norteamericano ha sufrido una de las mayores caídas a nivel global en lo que va del año (10% en USD), lo cual, sumado a un *yield* real que se ubica por sobre el terreno negativo, y a la menor exposición a la guerra en Ucrania, genera un escenario de posible sobre venta en la subclase de activo. En base a esto, y a pesar de la duración elevada (mayor a 8 años), se decide llevar a OW desde un neutral la exposición en *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

En el contexto descrito anteriormente, el *High Yield* estadounidense se ha mostrado más defensivo que el Investment Grade, cayendo cerca de 6% en el año en USD. La subclase de activo sigue mostrando una menor duración y un *yield* atractivo relativo a las otras subclases de activo, pero este mes se decide, de manera táctica, financiar la mayor exposición en *Investment Grade* con *High Yield*, reduciendo el OW en *US HY*.

Europe Broad: underweight

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

Europe High Yield: neutral

Similar al caso anterior, y a pesar del mayor *yield* y menor duración respecto a otras alternativas de la muestra, el contexto macroeconómico de la región nos lleva a tener mayor cautela y se decide mantener el neutral *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

El índice presenta la mayor duración de la muestra, lo que junto a 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

La búsqueda de *yield*, en un contexto de tasas base aún en mínimos históricos, aumenta el atractivo de los índices con mayor riesgo de crédito, como lo que es posible encontrar en el universo emergente, el cual ya inició los procesos de normalización monetaria hace meses. En este sentido, los índices soberanos presentan una duración elevada, con un *yield* que no justifica el riesgo asumido. Por el contrario, los índices corporativos ofrecen una menor duración y un mayor *yield*, en donde destaca el caso del *high yield*, con fuerte exposición a Latinoamérica, en donde las compañías exhiben una salud financiera favorable en un contexto histórico. Dado esto, **se decide aumentar la sobreexposición en CEMBI HY, manteniendo el OW en CEMBI IG y Local Markets.**

Exposición a monedas – abril 2022

Monedas	Bench.	Marzo	Abril	OW/UW		Cambio
USD	42.3%	42.2%	48.8%	OW	6.5%	+
EUR	16.9%	10.4%	10.5%	UW	-6.4%	+
GBP	1.4%	4.3%	1.7%	OW	0.3%	-
JPY	6.9%	2.4%	2.5%	UW	-4.4%	+
GEMs	32.6%	40.7%	36.6%	OW	4.0%	-
	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 – Marzo 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%	-0.4%	-0.2%	0.2%	9.0	45.9
Renta Fija	50%	20%	-30%	-2.2%	-1.1%	-0.4%	26.9	3.2
Caja	0%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4	
Oro	0%	10%	10%	1.7%	0.0%	0.2%	30.1	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					-1.32%	-0.03%	79.3	49.1
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								128.5
Europe ex UK	12.5%	10.0%	-2.5%	-0.5%	-0.06%	-0.05%	0.2	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.0%	-0.5%	0.7%	0.01%	0.01%	-0.6	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	-0.6%	-0.02%	-0.02%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	-1.0%	4.4%	0.63%	0.58%	-4.8	
US Large Cap Value	14.3%	15.0%	0.7%	2.9%	0.41%	0.43%	2.3	
US Small Caps	4.3%	5.3%	1.0%	1.1%	0.05%	0.06%	1.5	
Japan	5.2%	2.2%	-3.0%	-1.4%	-0.07%	-0.03%	2.9	
Desarrollados	54.7%	49.4%	-5.3%	1.7%	0.94%	0.98%	1.6	
LatAm	4.3%	7.0%	2.7%	12.2%	0.53%	0.86%	34.2	
LatAm Small Cap	0.8%	3.0%	2.2%	14.0%	0.11%	0.42%	31.7	
China	13.4%	14.9%	1.5%	-8.0%	-1.07%	-1.19%	-11.4	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	0.2%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	1.2%	0.04%	0.05%	0.9	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.8%	-1.7%	-11.9%	-1.01%	-0.81%	19.4	
Emergentes	45.3%	50.6%	5.3%	-3.0%	-1.37%	-0.64%	75.0	
Equities					-0.42%	0.34%	76.5	
US Govt Agencies	10.2%	11.6%	1.4%	-3.1%	-0.32%	-0.36%	-1.3	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	-1.9%	-0.02%	-0.05%	0.4	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-2.6%	-0.20%	-0.20%	0.0	
US Corps	7.3%	7.3%	0.0%	-2.5%	-0.18%	-0.18%	0.0	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	-1.1%	-0.02%	-0.05%	3.0	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-2.2%	-0.42%	-0.28%	-0.2	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-5.8%	-0.50%	-0.24%	16.0	
Deuda Desarrollados	56.6%	51.4%	-5.2%	-2.9%	-1.66%	-1.36%	17.9	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	-2.4%	-0.14%	-0.14%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	0.9%	0.05%	0.05%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	6.5%	1.5%	-3.5%	-0.18%	-0.23%	-1.9	
EM Corporate HY	6.7%	10.0%	3.3%	-2.4%	-0.16%	-0.24%	-0.5	
EM Local Markets	19.9%	20.3%	0.4%	-0.7%	-0.14%	-0.15%	0.6	
Deuda Emergente	43.4%	48.6%	5.2%	-1.3%	-0.56%	-0.69%	-1.8	
Fixed Income					-2.22%	-2.05%	16.1	

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

Durante marzo el portafolio del TAACo global cayó 0%, 129 pbs. mejor que el desempeño del *benchmark*. Agregó tanto la asignación como la selectividad, en un mes en que la renta fija tuvo mayores pérdidas que la variable

En cuanto a la cartera accionaria, esta rentó 0.3%, 77 pbs. sobre el *benchmark*. Agregaron valor principalmente la posición larga en Latam y el *UW* en EMEA.

Finalmente, en renta fija la cartera del TAACo global rentó -2.1%, 16 pbs. mejor que el desempeño del *benchmark*. Sumó valor principalmente la subexposición a bonos soberanos japoneses, seguido del largo en *US High Yield*.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.0%	-4.8%	-1.0%	5.5%	5.5%	4.6%	7.1%	9.3%
Benchmark	-1.3%	-6.7%	-3.5%	4.6%	4.5%	3.7%	5.3%	8.7%
Out/Under perf. (bps)	128	192	252	96	94	86	184	
Acciones	0.3%	-6.4%	-0.8%	8.3%	7.4%	6.1%	5.2%	13.9%
Benchmark	-0.4%	-7.4%	-1.9%	8.1%	7.1%	5.8%	4.5%	13.8%
Europe ex UK	-0.5%	-10.4%	-1.1%	7.2%	5.2%	4.6%	3.7%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	0.7%	-10.7%	-2.5%	10.9%	7.9%	8.7%	10.7%	34.6%
UK	-0.6%	0.6%	9.1%	1.2%	1.2%	0.4%	0.7%	17.4%
US Large Cap Growth	4.4%	-8.7%	15.3%	24.9%	21.0%	16.5%	--	28.5%
US Large Cap Value	2.9%	-1.8%	11.0%	9.3%	7.4%	8.4%	5.5%	11.8%
US Small Caps	1.1%	-6.2%	-1.5%	12.1%	10.0%	10.7%	11.5%	15.6%
Japan	-1.4%	-7.5%	-8.3%	4.7%	4.0%	4.5%	2.3%	21.8%
Desarrollados [1]	2.7%	-5.2%	10.1%	15.0%	12.4%	10.9%	9.0%	22.4%
LatAm	12.2%	26.1%	16.7%	-0.7%	0.6%	-4.2%	6.8%	20.8%
LatAm Small Cap	14.0%	20.7%	9.5%	1.4%	1.9%	-4.9%	9.5%	31.9%
China	-8.0%	-14.2%	-32.5%	-3.0%	3.5%	4.5%	11.2%	54.1%
EM Asia ex China	0.2%	-4.9%	1.0%	13.8%	10.4%	7.1%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	1.2%	-7.8%	2.6%	11.1%	6.7%	4.8%	10.3%	33.2%
EM Europe and Middle East	-11.9%	-24.1%	-14.1%	-4.4%	-2.1%	-5.6%	2.5%	11.8%
Emergentes [1]	-2.3%	-7.0%	-11.4%	4.9%	6.0%	3.4%	11.5%	37.3%
Renta fija	-2.1%	-6.3%	-5.4%	1.1%	2.0%	1.8%	6.1%	5.3%
Benchmark	-2.2%	-6.0%	-5.4%	0.7%	1.7%	1.4%	5.2%	5.1%
US Govt Agencies	-3.1%	-5.6%	-3.7%	1.4%	1.8%	1.7%	4.9%	2.3%
US TIPS	-1.9%	-3.0%	4.3%	6.2%	4.4%	2.7%	6.6%	3.0%
US Mortgages	-2.6%	-5.0%	-4.9%	0.6%	1.4%	1.7%	5.0%	2.5%
US Corps	-2.5%	-7.7%	-4.2%	3.0%	3.3%	3.6%	6.8%	6.4%
US High Yield	-1.1%	-4.8%	-0.7%	4.6%	4.7%	5.7%	9.6%	7.5%
Europe Broad	-2.2%	-5.4%	-6.3%	-0.4%	0.7%	2.6%	5.1%	0.7%
Europe High Yield	0.0%	-4.1%	-2.2%	2.6%	2.8%	5.6%	9.0%	6.2%
Japan Broad	-5.8%	-6.9%	-10.2%	-3.8%	-1.6%	-2.6%	1.5%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	-2.6%	-5.7%	-1.6%	1.1%				
EM Sovereign IG	-2.4%	-11.1%	-7.7%	1.5%	2.5%	3.3%	8.4%	9.4%
EM Sovereign HY	0.9%	-6.4%	-3.8%	-1.2%	0.2%	3.3%	10.1%	9.4%
EM Corporate IG	-3.5%	-9.5%	-8.2%	1.4%	2.4%	3.3%	--	6.7%
EM Corporate HY	-2.4%	-10.6%	-12.1%	0.5%	2.2%	4.5%	--	9.9%
EM Local Markets	-0.7%	-2.6%	-1.3%	1.6%	1.7%	0.1%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	-1.4%	-6.8%	-2.8%	0.8%				
Caja	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	1.7%	7.5%	14.8%	14.5%	9.3%	1.6%	13.3%	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	18.1x	14.9x	2.0%	3.2x	2.2x	7%	8%	16%	2.6
US	20.7x	16.0x	1.0%	4.7x	2.9x	6%	9%	28%	3.5
Europe	14.1x	13.1x	3.0%	2.0x	1.8x	8%	5%	11%	1.8
Japan	13.0x	14.8x	2.0%	1.3x	1.3x	-1%	6%	9%	-13.0
EM	11.4x	11.5x	3.0%	1.8x	1.8x	-2%	12%	12%	-5.7
EM Asia	12.2x	12.2x	3.0%	1.8x	1.8x	4%	14%	12%	3.1
CEEMEA	8.7x	9.3x	4.0%	1.6x	1.5x	-35%	13%	24%	-0.2
LatAm	10.4x	12.1x	6.0%	2.1x	2.0x	21%	-2%	21%	0.5
China	10.4x	11.8x	3.0%	1.4x	2.0x	9%	17%	11%	1.2
S.Korea	9.5x	9.9x	2.0%	1.2x	1.2x	-6%	14%	14%	-1.6
Taiwan	13.5x	14.4x	4.0%	2.7x	1.9x	2%	6%	20%	6.8
India	21.5x	16.9x	1.0%	3.8x	3.2x	34%	20%	16%	0.6
Indonesia	16.1x	14.1x	3.0%	2.5x	3.3x	20%	11%	16%	0.8
Malaysia	15.4x	14.9x	4.0%	1.6x	1.9x	10%	8%	10%	1.5
Thailand	18.1x	13.2x	3.0%	2.2x	2.1x	8%	13%	10%	2.3
Philippines	17.4x	16.3x	2.0%	2.0x	2.5x	22%	22%	9%	0.8
S.Africa	10.8x	12.4x	5.0%	2.3x	2.4x	14%	14%	18%	0.8
Turkey	5.0x	8.3x	8.0%	1.2x	1.5x	49%	1%	22%	0.1
Poland	11.0x	11.8x	4.0%	1.3x	1.4x	-17%	8%	10%	-0.6
Hungary	6.6x	9.5x	4.0%	1.1x	1.4x	-7%	9%	16%	-0.9
Czech R.	14.0x	12.5x	6.0%	2.0x	1.7x	48%	0%	15%	0.3
Greece	10.3x	11.6x	4.0%	1.0x	1.2x	37%	15%	9%	0.3
Saudi	19.9x	14.3x	3.0%	2.9x	2.2x	18%	11%	32%	1.1
Mexico	15.2x	15.1x	3.0%	2.3x	2.6x	12%	11%	24%	1.3
Chile	12.7x	15.5x	5.0%	1.5x	1.9x	21%	2%	15%	0.6
Colombia	10.1x	13.4x	7.0%	1.5x	1.6x	36%	7%	23%	0.3
Peru	13.8x	12.7x	4.0%	2.2x	3.0x	31%	6%	22%	0.4

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 30 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.