

Mayo 2022

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Abril	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-4.9%	-7.1%	-9.5%	-8.2%	3.3%	4.1%	4.1%	6.8%	9.5%
Benchmark	-5.4%	-9.5%	-11.8%	-10.8%	2.2%	3.1%	3.2%	4.9%	8.9%
Out/Underperformance (bps)	51	231	230	254	110	103	93	187	
Acciones	-6.9%	-9.5%	-12.9%	-11.0%	5.0%	5.4%	5.5%	4.7%	14.1%
Benchmark	-6.8%	-10.3%	-13.7%	-11.7%	4.7%	5.2%	5.2%	4.0%	13.9%
Renta Fija	-3.9%	-8.5%	-9.9%	-9.9%	-0.3%	0.9%	1.3%	5.8%	5.4%
Benchmark	-4.1%	-8.6%	-9.9%	-10.1%	-0.8%	0.5%	0.9%	5.0%	5.3%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-1.6%	6.5%	5.8%	8.1%	14.2%	8.6%	1.5%	13.2%	12.7%

Resultados al 30 de abril de 2022

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Escasa visibilidad y abundante incertidumbre ..... 1

Asignación de activos ..... 4

Resultados ..... 14

Desempeño ..... 15

Valorizaciones ..... 16

Desaceleración económica global se acentúa, mientras presiones inflacionarias no ceden

Inicio del año deja caídas históricas en renta variable y fija

Guerra en Ucrania y confinamientos en China mantendrán las disrupciones en las cadenas de abastecimiento y la inflación al alza

Política monetaria se ajusta en un intento de controlar la inflación, subiendo tasas y terminando los programas de compra de activos

## Escasa visibilidad y abundante incertidumbre

Mayor inflación y menor crecimiento resume el escenario económico global actual. Menor crecimiento producto de la lucha contra la inflación, China y la guerra entre Rusia y Ucrania. Y dicha desaceleración no necesariamente implicará que ceda la inflación.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) corrigió a la baja casi en un punto porcentual el estimado del aumento del PIB global a 3.6%, luego de haber crecido 6.1% en 2021. Estados Unidos se desaceleraría de un crecimiento de casi 6% en 2021 a 3.7% en 2022, China de 8.1% a 4.4%, la Unión Europea de 5.3% a 2.8% y el Reino Unido de 7.4% a 3.7%.

Las caídas de los mercados accionarios y de renta fija en lo corrido de 2022 resultaron en el peor primer cuatrimestre del S&P 500 desde 1974 y el peor para los bonos globales desde 1920. Detrás de ello están tres grandes temas que generan el título de este documento.

### Inflación y tasas de interés crecientes. -

Las alzas generalizadas en los precios son un fenómeno global, su origen está en los masivos estímulos monetarios y fiscales para hacer frente a la pandemia, el salto de una demanda reprimida en la reapertura y una oferta restringida por las interrupciones de las cadenas de abastecimiento. Éstas últimas han sido consecuencia primero, de los efectos de la paralización en la producción y el transporte global y desde principios de este año del resurgimiento de la variante ómicron, la guerra entre Rusia y Ucrania y la política cero-COVID de China.

**Bancos centrales detrás de la curva** para no arriesgar la sostenibilidad del crecimiento, hemos visto demora en actuar de parte del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), el más importante del mundo, que dejó de renovar las compras de los papeles que vencían (comprados para inyectar liquidez a la economía, o *quantitative easing*, QE) a fines del año pasado y a subir la tasa de referencia en marzo de éste. Lo mismo sucede en Europa; el Banco de Inglaterra subió la tasa de interés en diciembre pasado y comenzó a frenar las inyecciones de liquidez hace tres meses, mientras que el Banco Central Europeo aún no ha subido las tasas de interés y reduce muy gradualmente el QE. Mientras tanto, la inflación en Estados Unidos se acerca a 8% en doce meses, la más alta en cuatro décadas, en Inglaterra ésta asciende a 6% y en la Unión Europea a 7.5%.

**Sobrecalentamiento (EE. UU.), estanflación Europa** y falta de señales de que la inflación cedería (porque el consumo se mantiene muy dinámico en Norteamérica y para el resto del mundo las disrupciones en las cadenas de abastecimiento siguen generando shocks de oferta en materias primas, bienes y servicios), llevaron al Fed a acelerar las alzas de las tasas de interés. Luego del alza de 50 pbs a principios de mayo, se esperan 200 pbs más en lo que resta del año. Esto se ha reflejado también en las tasas de mercado: la del bono del Tesoro a 10 años, referente de este mercado, ha subido de 1.63% a fines del año pasado a 3.20% durante mayo.

EEUU:  
Sobrecalentamiento económico y persistentes presiones inflacionarias llevan al Fed a acelerar la subida de tasas

Por otro lado, la inflación en Europa tiene su principal causa en las alzas de precios de la energía en un entorno de menor crecimiento, lo que aumenta cada vez más las probabilidades de una recesión durante 2022.

Europa: estanflación retrasa alzas de tasas y retiro de liquidez

Las excepciones a problemas inflacionarios que obligan al ajuste monetario son China y Japón. China estuvo y sigue adelantado en el ciclo económico y, al contrario del resto del mundo adoptó desde el segundo semestre del año pasado una postura expansiva.

Pocas excepciones tiene la inflación: China y Japón

### China, motor en desaceleración -

La segunda economía más grande del mundo será una fuente de menor crecimiento y enfrenta por primera vez en veinte años el riesgo de una recesión. La política cero COVID implanta confinamientos en grandes centros de producción y de actividad económica generando paralización de partes de su economía que también afectan al resto del mundo a través del comercio internacional. Esto se contradice con declaraciones del gobierno sosteniendo que la economía es clave y que se hará lo necesario para darle apoyo.

China podría caer en recesión debido a la estricta política de cero covid

Por otro lado, persisten dudas respecto de qué significa esta investidura de líder supremo de Xi Jinping al estilo Mao. Hasta dónde y cuándo vuelve a manifestarse el intervencionismo estatal, cómo se configurará la política internacional, las relaciones con otros países (cumplimiento de acuerdos de la unificación con Hong Kong, la situación con Taiwán), y entre los dos “polos”, Estados Unidos y China.

Genera incertidumbre el liderazgo político y el intervencionismo estatal...

Finalmente, agrega incertidumbre al crecimiento chino el hecho que muchos países van a reducir su importación de bienes y servicios de ese país. Por lo que dejaría de ser un proveedor global de manufacturas a bajo precio y base de operaciones de manufacturas y servicios de compañías extranjeras.

... mientras se discute la capacidad de generar un crecimiento sostenible de largo plazo

### Guerra Rusia – Ucrania. -

Más allá de la tragedia humana y enfocándonos en el objetivo de este documento, los efectos de este conflicto son graves, no sólo de corto plazo, sino estructuralmente. Actualmente destacan la convulsión, shocks de oferta, destrucción de activos y presiones en los precios de las materias primas, algunas más agudas, como la energía y granos por estar directamente ligada su producción a Rusia y Ucrania. De largo plazo, significa que Europa deberá migrar hacia la independencia energética, lo que implicará mucho mayor gasto y por ende un déficit fiscal persistente.

La guerra deja consecuencias de corto y largo plazo, acelerando tendencias que ya se habían visto impulsadas con la pandemia

Finalmente, la guerra todavía representa riesgos de cola (de eventos catastróficos). Aún no hay respuesta a cómo va a salir el presidente ruso Vladimir Putin de esto. Hasta ahora no hay respuesta a esta interrogante que no implique consecuencias desastrosas a todo nivel.

## Mercados. -

A pesar de las rápidas y fuertes caídas de este año. Los tres temas mencionados significan demasiadas variables en el mundo en direcciones que son adversas para la economía y los mercados globales. El shock de COVID, la geopolítica y el proceso económico, social y político de la China podrían estar generando un cambio estructural mundial y estaríamos en el epicentro del punto de inflexión, donde la visibilidad es escasa y la incertidumbre abundante. La primera señal de esto es la reaparición de la inflación como un fenómeno más permanente, con orígenes más estructurales (China y la guerra Rusia Ucrania). Y se podría estar terminando más de una década de bajas tasas de interés en que cada corrección de los mercados era seguida de algún “salvavidas” de parte de las autoridades monetarias, lo que hacía de estas ocasiones oportunidades de compra.

Por otro lado, las tasas de interés de mercado, a pesar de estar aún bajas históricamente, vienen subiendo consistentemente, y como lo mencionamos, el bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ya superó el 3% anual. Crece el costo de oportunidad de las acciones. Con esta tendencia, la renta fija está en camino a ofrecer rendimientos cada vez más atractivos relativo a la renta variable. De hecho, si se corrigen por riesgo, las acciones de Estados Unidos ya no lucen más atractivas que los bonos (Gavekal, bonos del Tesoro deflactados por inflación relativo a *earnings yield* o utilidad/precio del S&P500).

Tasas de interés, China y guerra en Ucrania han gatillado fuertes caídas en 2022...

...¿estamos en un punto de inflexión?...

De momento, hay escasa visibilidad y abundante incertidumbre que nos lleva a neutralizar el posicionamiento en acciones

## Asignación de activos – mayo 2022

TAACo Global	Bench.	Abril	Mayo	OW / UW	Cambio vs. Benchmark	
Acciones	50%	55%	50%	N		-
Renta Fija	50%	25%	40%	UW	-10%	+
Caja		10%	5%	OW	5.0%	-
Oro		10%	5%	OW	5.0%	-
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.1%	10.0%	10.1%	UW	-3.0%	-
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.0%	0.9%	UW	-0.5%	-
UK	2.9%	2.7%	2.9%	N		
US Large Cap Growth	14.3%	13.2%	11.8%	UW	-2.5%	-
US Large Cap Value	15.7%	15.0%	18.7%	OW	3.0%	+
US Small Caps	4.1%	5.3%	5.1%	OW	1.0%	
Japan	4.8%	2.2%	1.8%	UW	-3.0%	-
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.3%</b>	<b>49.4%</b>	<b>51.3%</b>	<b>UW</b>	<b>-5.0%</b>	<b>+</b>
LatAm	4.1%	7.0%	7.3%	OW	3.2%	+
LatAm Small Cap	0.7%	3.0%	2.9%	OW	2.2%	
China	11.8%	14.9%	11.8%	N		-
EM Asia ex China	16.5%	13.2%	14.5%	UW	-2.0%	-
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		-
EM Europe and Middle East	6.6%	8.5%	8.2%	OW	1.6%	+
<b>Mercados emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>50.6%</b>	<b>48.7%</b>	<b>OW</b>	<b>5.0%</b>	<b>-</b>
<b>Total Acciones</b>						
US Govt Agencies	11.3%	10.2%	11.3%	N		+
US TIPS	1.4%	2.5%	2.6%	OW	1.2%	
US Mortgages	7.9%	7.6%	7.9%	N		+
US Corps	7.1%	8.7%	10.0%	OW	2.9%	+
US High Yield	1.7%	3.2%	3.7%	OW	2.0%	+
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%	-
Europe High Yield	0.7%	0.7%		UW	-0.7%	-
Japan Broad	7.9%	4.1%	3.4%	UW	-4.5%	-
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>50.0%</b>	<b>51.9%</b>	<b>UW</b>	<b>-5.8%</b>	<b>+</b>
EM Sovereign IG	4.1%	5.6%	5.0%	OW	0.9%	-
EM Sovereign HY	6.0%	6.2%	7.4%	OW	1.4%	+
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	5.1%	OW	1.5%	
EM Corporate HY	6.4%	11.4%	8.0%	OW	1.6%	-
EM Local Markets	22.2%	20.3%	22.6%	OW	0.4%	
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>50.0%</b>	<b>48.1%</b>	<b>OW</b>	<b>5.8%</b>	<b>-</b>
<b>Total Renta Fija</b>						
	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Se reduce a 50% la exposición a acciones y se aumenta RF a 40%. Se reducen caja y oro a 5%

Se aumenta el UW Europa y se mantiene neutral en UK

US: se aumenta UW Large Cap Growth para financiar mayor posición en Large Cap Value. Se mantiene OW Small Cap

UW en Japón

Se aumenta en exportadores de commodities: OW LatAm y EMEA

Se reduce Asia EM, dejando China neutral

Neutral Treasuries / OW TIPS

Se aumenta a OW US Corps y High Yield

Se reduce posición en europeos

UW bonos japoneses

Se disminuye el OW Emergentes

Se diversifica la posición aumentando la posición en soberanos en desmedro de corporativos

Como todos los años, en mayo se actualizó el *benchmark* de la cartera del TAACo Global (ver nota al final de este documento). Quedan destacados en la tabla los cambios en el posicionamiento táctico de mayo.

Este mes se bajó la exposición a acciones a una asignación neutral, se aumentó la posición en renta fija, que con tasas de interés más alta comienza a tener algo de atractivo, y se mantuvo inversiones en caja y oro como cobertura. Favorecemos las acciones *value* en EE.UU., las latinoamericanas y de países productores de *commodities* en general. En bonos se migra gradualmente hacia mayores posiciones en papeles *investment grade*.

## Renta Variable

### **Europa ex UK: se aumenta el *underweight* en *large cap* y se mantiene en *small cap***

La guerra frena la recuperación de la región y es la más afectada por los recortes en los estimados de crecimiento. El FMI recortó la expectativa de crecimiento para este año de 3.9% a 2.8%, mientras la economía pierde momentum y se desacelera. Con el inicio de la guerra a fines de febrero, en marzo los indicadores económicos ya demuestran el impacto, con menores niveles de confianza del consumidor, consumo, producción industrial.

La elevada inflación -7.5% interanual en abril, la más alta desde que comenzó la unión monetaria en 2000- está deteriorando la capacidad de compra de los consumidores, generando presiones sobre las ya debilitadas cuentas fiscales y comprimiendo los márgenes corporativos. El Banco Central Europeo (BCE) enfrenta el dilema de comenzar un ciclo de ajuste monetario para controlar la inflación en momentos de una fuerte desaceleración o incluso contracción económica en los próximos trimestres. Los inversionistas proyectan la primera alza de tasas de interés en julio y que el programa de QE termine durante el tercer trimestre del año. Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en mayo -22.6 pts., peor que los estimados y el registro previo.

La atención se centra en la guerra y sus consecuencias. El conflicto se alarga y con ello la violencia y las sanciones. La Unión Europea va por la sexta ronda de sanciones a Rusia, prohibiendo la importación de petróleo ruso a fines de año con algunas pocas excepciones. Se suman también nuevas restricciones a los bancos rusos a operar en el sistema internacional de pagos SWIFT. 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.

Las acciones de Europa 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 (10.3% 2022e), se ha recortado para el próximo (6.3% 2023e) debido al efecto de las presiones de costo y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios y fiscales.

A pesar de que las valorizaciones son atractivas en términos relativos a desarrollados, el deterioro de las perspectivas económicas y financieras, junto con una salida persistente de flujos que no entrega soporte, nos lleva a aumentar el posicionamiento *underweight* en acciones europeas con tal de financiar posiciones que tienen menor exposición al conflicto bélico y fundamentos más sólidos.

### **Reino Unido: se mantiene en neutral la posición**

La sorpresa económica se modera en línea con el menor crecimiento económico, de utilidades y la alerta del banco central de una probable recesión en 2023. Las perspectivas se deterioran en medio de un ambiente que se vuelve cada más estanflacionario para el continente: de elevada inflación y estancamiento económico. A lo que se suma un 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).

La alta inflación (7% interanual en marzo, la mayor desde el inicio de los '90) ha gatillado cuatro alzas de tasas de interés consecutivas por parte del Banco de Inglaterra. El mercado espera alzas en todas las siguientes reuniones del año, lo que podría llevar la tasa de referencia hasta 2.25% a fines de año. El banco central estima que la inflación podría superar el 10% durante el año en un contexto de mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.8% en febrero, volviendo a niveles pre pandemia) donde los salarios promediarían un incremento de 5.5% durante el año, agregando presiones inflacionarias adicionales.

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 consumo básico, energético y el financiero. Dado esto, se ha corregido al alza el estimado del crecimiento de utilidades para 2022, llegando a 13.6%, 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. Reflejando tal situación ha habido persistentes salidas de flujos en lo corrido del año.

A pesar del reciente *outperformance*, las valorizaciones son atractivas respecto al resto de los desarrollados, aunque 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 domésticas, dado el ajuste monetario agresivo y la desaceleración de sus socios comerciales y el cierre de las brechas de retornos corto y mediano plazo, nos llevan a mantener una posición neutral en acciones británicas.

### **Estados Unidos: Se aumenta la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* en desmedro de las *Growth*, mientras se conserva el largo en *small caps***

En línea con las expectativas del mercado, el Fed aumentó la tasa de referencia en 50 pbs. en su reunión de mayo. Anunció también el inicio del retiro de la liquidez inyectada durante la pandemia, comenzando la contracción del balance a un ritmo de USD 47.5 billones en junio, julio y agosto, y aumentando el ritmo a USD 95 billones a partir de septiembre.

Durante el discurso, el presidente del Fed, Jerome Powell, descartó alzas de 75 pbs. para las siguientes reuniones, preocupando a los inversionistas sobre la incapacidad del Fed para controlar la elevada inflación (8.5% anual en marzo, el mayor registro en más de cuatro décadas). El mercado proyecta alzas de 50 pbs. en las siguientes 3 reuniones y otras dos de 25 pbs. para terminar el año en torno a 2.25% ante signos de sobrecalentamiento económico, un mercado laboral robusto (en abril se crearon 428 mil nuevos puestos no agrícolas, la tasa de desempleo se mantuvo en 3.6% y los salarios subieron 5.5% anual) y presiones inflacionarias que no cederían en el corto plazo.

La curva de tasas de interés se ha continuado moviendo al alza y empinándose, alcanzando la tasa a 10 años 3.2% (nivel no visto desde fines de 2018). Tal alza ha impactado en mayor medida los retornos de las acciones que son más sensibles a variaciones en las tasas, como las de estilo *growth*. Así, ante expectativas de que las tasas de interés se mantendrán al alza, se opta por favorecer la rotación hacia estilos como el *value* y *small cap*, que aún muestran rezago de largo plazo, 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 financiero y energético.

Las pérdidas de abril no lograron ser frenadas por los reportes corporativos. La temporada refleja una desaceleración en el crecimiento de utilidades del primer trimestre (9% vs. 29% el trimestre anterior) y una sorpresa escasa, con perspectivas que se deterioran para el resto del año.

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 aumentar el *underweight* en *US Large Cap growth*, en parte, para financiar una mayor 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 mantiene negativo con los datos mostrando señales de estancamiento económico. Las perspectivas se mantienen desfavorables, el FMI recortó la estimación de crecimiento para este año desde 3.3% a 2.4%. 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 política monetaria, la inflación se acelera, pero se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en marzo fue de 1.2% 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 una depreciación de 6.2% del yen en abril. 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 se compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a países desarrollados. Los inversionistas han continuado viendo a Japón como refugio de valor, los activos financieros han presentado salidas marginales de fondos en lo corrido del año (ETF's y fondos).

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 presenta una alta exposición a consumo discrecional y tecnología, lo 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 neutraliza el *OW* en China. Se aumenta el *OW* en Latam y se lleva a *OW* desde neutral la exposición en EMEA. Además, se aumenta el *UW* en Asia EM ex China.**

Emergentes no queda ajeno a la incertidumbre global y durante abril los mercados registraron caídas generalizadas. Por un lado, Asia Emergente prolongó las caídas de meses previos afectados principalmente por la desaceleración económica en China y expectativas inflacionarias que comienzan a aumentar luego de verse más rezagadas que pares globales. Por otro, Latinoamérica terminó con el *momentum* de meses previos y vio una corrección importante en abril, dado un dólar más fuerte y la menor demanda en China. Finalmente, en EMEA, y luego de salir Rusia del índice, también se registraron caídas, con excepciones en Medio Oriente en donde su alta exposición al petróleo lo ha favorecido con Arabia Saudita liderando las rentabilidades en lo que va del año. Para los próximos meses seguimos favoreciendo mercados con alta exposición a los *commodities*, los cuales, se muestran más resiliente en el escenario de incertidumbre actual y que impulsaría las expectativas de utilidades en los próximos trimestres. Lo anterior nos **lleva a aumentar el *OW* en LatAm y llevar a *OW* la posición en EMEA**. Por otro lado, la alta incertidumbre actual de la política cero covid y sus efectos económicos en China nos lleva a neutralizar la exposición, a pesar de valorizaciones

que lucen históricamente bajas. Además, aumentamos la subexposición en **Asia EM ex China**, ante su condición de importadores de materias primas y una desaceleración del comercio internacional que afectará a la región dado su alto sesgo exportador.

## **América Latina: Se aumenta el *overweight***

Latinoamérica fue la única región del mundo que presentó una corrección al alza en las estimaciones de crecimiento del FMI, beneficiada por el precio de los *commodities* que le han entregado soporte durante el año y que aún tienen perspectivas positivas para los próximos meses. Además, todavía presenta un rezago de largo plazo relevante respecto a índices globales junto a valorizaciones en niveles atractivos relativo a economías emergentes. De esta forma, se decide **aumentar el *overweight***.

En el caso de **Brasil**, la actividad económica muestra resiliencia con los PMI de manufacturas y servicios de abril manteniéndose en terreno de expansión económica (51.8 y 60.6 pts, respectivamente), mientras que el FMI corrigió al alza la expectativa de crecimiento para 2022 desde 0.3% a 0.8%. En comercio internacional, derivado del alto precio de los *commodities* el país registró un superávit en la balanza comercial récord en los primeros 4 meses del año de USD 19,947 millones. Dentro de las principales exportaciones del país, el precio del hierro terminó constante en abril, el precio de la soja y el petróleo se mantuvieron al alza y persisten con perspectivas positivas dado el conflicto entre Rusia y Ucrania, por lo que se estima que la balanza comercial persista beneficiándose.

La inflación se mantiene elevada (11.3% interanual en marzo), provocando que el Banco Central extienda el proceso de ajuste monetario hasta junio, elevando 100 bps. la tasa de referencia en la reunión de abril, alcanzando un nivel de 12.75% y esperándose una última alza de 50 bps. en la reunión de junio. Por el lado político, el expresidente Lula Da Silva oficializó su candidatura presidencial, con la cual continúa liderando las preferencias en las encuestas y mantiene expectativas positivas en el mercado dada la moderación que mostró en el periodo de pre-campaña. Respecto a las valorizaciones, se encuentran en niveles atractivos con la razón P/U fwd. y P/VL bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos – la primera también relativo a la región-. Bajo este escenario, donde mejoran las perspectivas de la economía, valorizaciones en niveles atractivos y con soporte en precio de *commodities*, **se decide mantener la sobreexposición a acciones brasileñas**.

En **México**, el mercado laboral mantiene su resiliencia con la tasa de desempleo de marzo bajando a 3.5%, mientras que el PIB del primer trimestre creció 1.6% interanual en línea con las expectativas y generando que la economía saliera de recesión técnica. Asimismo, los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero de abril avanzan en terreno de expansión por segundo mes consecutivo (en 52.5 y 53 pts, respectivamente). Sin embargo, dado los niveles de inflación (7.3% interanual en abril) Banxico continúa con el proceso de ajuste monetario en el cual se espera que en la reunión de mayo eleve 50 bps la tasa de referencia hasta 7.0%. Por su parte, la controversial reforma eléctrica de AMLO fue rechazada definitivamente por el congreso, eliminando el principal riesgo que había estado afectando la inversión en el país. Lo anterior, sumado al cambio a nivel mundial de querer disminuir riesgo y tiempo de traslado en las cadenas de suministros de la producción proveniente de China, le entrega un soporte estructural al país, dado una posible oportunidad con EE.UU. de *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica). Adicionalmente, en comercio internacional se fortaleció la relación comercial entre ambos países luego de que las exportaciones mexicanas a EE.UU. crecieron 21.2% interanual en marzo, estableciendo un récord. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U fwd. como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años en términos absolutos, mientras que durante abril se tuvo entradas de flujos neta a ETF's. Bajo este escenario de recuperación en actividad económica junto a un soporte estructural y valorizaciones atractivas, se decide **aumentar la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, la incertidumbre político-institucional sigue vigente, a la espera del plebiscito del proyecto de nueva constitución del 4 de septiembre, en donde la opción de rechazar la propuesta supera a la de aprobar en las encuestas. Por su parte, el escenario político local luce desafiante, con la preocupación por la inflación y la delincuencia subiendo considerablemente. Esto ha golpeado de manera importante la popularidad del presidente



Boric, quien, a tan sólo 2 meses de su instalación en el ejecutivo, ya cuenta con más del 50% de desaprobación a su gestión por parte de la ciudadanía. Por su parte, la economía sigue en su proceso de normalización desde los niveles elevados del 2021, a pesar de la sorpresa de 1.6% de crecimiento mensual de la actividad económica en marzo, muy superior al -0.2% esperado. El registro se debió a componentes más volátiles del indicador, y no alcanzaría a configurar un cambio de tendencia para los próximos meses. Además, las presiones inflacionarias no ceden, con la inflación llegando a 10.5% interanual en abril, que corresponde al mayor valor desde 1994. En este contexto, el Banco Central continúa subiendo la tasa de política monetaria, con el alza de 125 pbs. en la reunión de mayo, superando las expectativas y alcanzando el 8.25%. Con esto, aún quedarían al menos 25 pbs. más por subir en el año de acuerdo a lo esperado por los analistas. En cuanto a valorizaciones, se siguen observado ratios muy descontados respecto a la historia (P/U *fwd.* y P/VL), tanto a nivel local como relativo a la región, aunque los flujos a los fondos de renta variable nos indican que la salida de capital de los activos chilenos no se detiene. En base a este escenario desfavorable, se decide **llevar a UW la exposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, la actividad económica se mantiene en niveles elevados (8.1% interanual en febrero), mientras que el FMI corrigió al alza su estimación de crecimiento para el PIB de 2022 de 4.5% a 5.8%. Lo anterior, debido al *momentum* en la economía producto del elevado precio del petróleo -que además ha mejorado significativamente los términos de intercambio del país-. No obstante, la inflación de abril persiste elevada (9.2% interanual en abril), generando la tercera alza consecutiva de 100 pbs. en la tasa de referencia hasta 6.0%. En el escenario político, según la evolución de las encuestas presidenciales, ya se tendría interiorizado un posible escenario de segunda vuelta entre Gustavo Petro (extrema izquierda) y Federico Gutierrez (centro-derecha), y si bien el primero continua liderando las preferencias, la fragmentación del congreso provoca que sea extremadamente difícil que pueda realizar sus proyectos más controversiales, reduciendo así el riesgo político. Por su parte, las valorizaciones se mantienen en niveles atractivos, 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. En base a lo anterior, aun cuando la posición fiscal es compleja, teniendo un *momentum* económico, menor riesgo político y valorizaciones atractivas, se decide **augmentar la sobreexposición en acciones colombianas.**

En el **Perú**, la actividad económica de febrero creció 4.9% interanual, mejor al registro previo (2.9%), mientras que el sol peruano aún mantiene una apreciación de 5.1% en lo que va del año, siendo la moneda de segundo mejor desempeño de la región. Por otra parte, se detuvo el paro de transportistas que provocó diversas movilizaciones violentas y no se han vuelto a repetir incidentes de este tipo. No obstante, aún hay repercusiones políticas dado que el 12 de mayo el primer ministro será interpelado en el congreso por haber ordenado toque de queda durante las protestas. Además, el descontento social se mantiene luego de que la inflación de Lima llegó a 8.0% interanual en abril, provocando que el Banco Central continúe con el ajuste monetario esperándose en la reunión de mayo un alza de 50 pbs en la tasa de referencia hasta 5.0%. Sin embargo, se estima que la inflación mantenga la tendencia al alza dado que el congreso aprobó el sexto retiro de fondos previsionales que puede sobrecalentar la economía a través de mayor consumo, considerando que el retiro correspondería en total a USD 17,817 millones. En el escenario político, el congreso rechaza el proyecto de llevar a cabo una asamblea constituyente para cambiar la constitución, pero de todas formas existe un riesgo político relevante dada la tensa relación entre el poder legislativo y ejecutivo, sumado a altos niveles de desaprobación por parte de la ciudadanía a éstos (84% y 73%, respectivamente). Finalmente, sus valorizaciones permanecen en niveles atractivos, dado que tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio de 5 años en términos absolutos -ésta última también en términos relativos a la región-. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas y recuperación en actividad económica, 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**, la producción industrial de marzo se desacelera cayendo a 3.6% interanual, mientras que la inflación persiste a un ritmo acelerado llegando en el mismo mes a 55.1% interanual (6.7% mensual), siendo el mayor registro mensual desde abril de 2016. Lo anterior provocó un alza significativa en las estimaciones de inflación para fin de año (68%) y un quiebre dentro del oficialismo, en la cual el kirchnerismo busca responsabilizar al actual ministro

de economía y quiere reemplazarlo. Lo anterior, provoca que se intensifique la incertidumbre respecto a la gobernabilidad, dado que ya se han manifestado notorias diferencias entre el presidente Alberto Fernandez y la vicepresidenta Cristina Kirchner desde que se logró el acuerdo con el FMI. Además, la compleja situación fiscal provoca que sea difícil que puedan cumplir las metas establecidas dicho acuerdo, y a pesar de que el ministro de economía trato de negociar un relajamiento de éstas, el organismo no accedió y se mantendrán como originalmente fueron planteadas. Respecto a valorizaciones, se mantiene el descuento en activos argentinos. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y sin una gobernanza clara, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

### **China: Se neutraliza desde *OW* acciones chinas**

Complejo mes para la economía china. Las restricciones a la movilidad en Shanghái, Pekín, Beijing y otras regiones han continuado y han llegado a afectar hasta el 80% de la actividad económica del país según analistas. En este escenario, se estima la peor recesión económica en décadas para el gigante asiático, y si bien las autoridades han anunciado medidas de mayor estímulo, al mismo tiempo han seguido defendiendo la estricta política sanitaria aplicada (lo que resulta contradictorio como se menciona al principio del informe). Con lo anterior, los datos de PMI han caído drásticamente y tanto los del gobierno como los publicados por S&P cayeron en terreno de amplia contracción económica para los próximos 6-12 meses.

Con respecto al sector corporativo, las expectativas de utilidades de las compañías domésticas se han venido corrigiendo a la baja para el resto del año, a lo que se suma decepcionantes reportes corporativos del primer trimestre. Lo anterior, sumado a la incertidumbre macro ya mencionada, hace que las valorizaciones actuales, si bien lucen bajo sus promedios históricos, parezcan justificadas. En cuanto a flujos, y luego de meses, se comenzaron a registrar salidas significativas de ETF's, tanto a los que mantienen exposición a acciones *off-shore* como *a-shares*. Lo anterior refleja el peor sentimiento global de los inversionistas hacia el gigante asiático ante la incertidumbre del covid y un posible cambio estructural en la economía global (ya mencionado al comienzo) producto de los recientes hechos en Rusia. Ante lo anterior, **se decide neutralizar desde *overweight* la exposición en acciones chinas.**

### **Asia Emergente ex China: Se aumenta el *UW***

La desaceleración económica global probablemente afectará el comercio internacional en los próximos meses mientras que, los problemas de oferta por la guerra probablemente seguirán presionando el precio de los *commodities*. Además, las expectativas inflacionarias comienzan a aumentar en la región lo que llevó al Banco de la Reserva en India a aumentar la tasa de referencia en 40 pbs. en una sorpresiva reunión. Con lo anterior, las perspectivas económicas y corporativas lucen desafiante para la región por lo que **se decide aumentar el *underweight*.**

A pesar de valorizaciones altas, ser un importador neto de *commodities* y la drástica caída en la actividad económica en China, las acciones indias han sido resilientes en los últimos meses. La reactivación económica en curso, con PMI's constantemente en terreno de amplia expansión económica han dado soporte. Sin embargo, la inflación se acelera y en marzo llegó a 7% anual, con estimaciones que apuntan a que seguiría ascendiendo en los próximos meses. Lo anterior llevó al Banco de la Reserva a iniciar el alza de tasas en una reunión imprevista. Lo anterior se suma a un entorno global más desafiante lo que probablemente ralentizará la recuperación económica. Además, los flujos han seguido ausentes en los últimos meses, ante valorizaciones que lucen caras tanto relativo a su promedio histórico como pares emergentes y globales. En este escenario, se decide **mantener la subexposición en acciones indias.**

Los altos casos de covid-19 en los últimos meses afectaron la recuperación de la economía **coreana** que creció 0.7% trimestral en los primeros tres meses del año, bajo el crecimiento de 1.2% del último trimestre del 2021 debido a una desaceleración del consumo privado. Por otra parte, las exportaciones siguieron dando soporte dada la alta demanda global de semiconductores. Para los próximos meses el escenario se torna desafiante con una la inflación que se acelera y una desaceleración económica global que seguramente afectará a una economía con alto sesgo exportador. Además, su condición de importador neto de *commodities* podría seguir afectando los términos de

intercambio y presionando a la moneda. Si bien las valorizaciones se han moderado y lucen bajo sus promedios históricos, relativas a mercados emergentes no lucen atractivas. Lo anterior se ha reflejado en salidas netas de flujos de ETF's en los últimos meses ante un menor apetito global. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en acciones coreanas.**

Se debilita la actividad económica en **Taiwán**. A la desaceleración económica global que afectaría la demanda de exportaciones locales, se suman casos récord de covid-19 en las últimas semanas, en línea con lo observado en China. Lo anterior ha moderado las perspectivas económicas para el año en curso y el PMI de mayo cayó de 54.1 a 51.7 pts. A lo anterior se suma un ajuste monetario ante expectativas inflacionarias en aumento. Sin embargo, lo anterior ya parece descontado por el mercado con valorizaciones que cotizan más de una desviación estándar bajo promedios históricos. Además, el soporte estructural de la industria de semiconductores hace mantener buenas perspectivas corporativas. En este escenario, **se decide mantener la posición neutral en acciones taiwanesas.**

Dentro de los ganadores de la región ha resaltado **Indonesia**. Su condición de exportador de carbón, recuperación económica en curso y un soporte monetario que se mantiene con una inflación controlada han generado que las acciones locales rentaran positivo en el último mes y acumulen una rentabilidad de más de 10% en lo que va del año. Por otro lado, el resto del sudeste asiático ha tenido una situación más compleja, con una lenta recuperación de la actividad económica, un turismo que sigue afectado (lo que perjudica principalmente a Tailandia) y presiones inflacionarias al alza. Además, las valorizaciones de los últimos lucen ajustadas a promedios históricos y menos atractivas relativo a pares globales. Con lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición en Indonesia, mientras que se mantiene la subexposición en Tailandia.**

#### **EMEA: Se lleva a OW desde neutral**

En los últimos meses ha venido aumentando la exposición a Medio Oriente del índice de EMEA por la salida de Rusia como por el crecimiento de mercados de Arabia Saudita (el cual hoy se posiciona como el mercado más grande del índice). En este escenario, la exposición a petróleo y *commodities* en general ha aumentado. Además, países como Sudáfrica (segunda posición actual del índice) muestran una menor exposición al conflicto bélico además de una alta exposición a metales. Con lo anterior, y favoreciendo una mayor exposición a *commodities*, **se decide llevar overweight la exposición en EMEA.**

Al igual que Latinoamérica, y golpeado por el alza del dólar, las acciones **sudafricanas** sufrieron el último mes con importantes caídas. A pesar de lo anterior, la economía se continúa recuperando, el PMI se mantiene en terreno de expansión y se favorecerá de los altos precios y mayor demanda global por *commodities*. A su vez, las valorizaciones siguen luciendo bajo sus promedios históricos lo que ha impulsado constantes flujos en los últimos meses. En este escenario, **se decide mantener la sobreexposición a acciones sudafricanas.**

Entre los mejores mercados de abril destacó **Turquía**. Valorizaciones muy por debajo de promedios históricos y reportes corporativos que han sorprendido al alza explicarían lo anterior. Por otro lado, la inestabilidad macroeconómica del país se mantiene con la inflación llegando a 70%. Además, la condición de importador neto de *commodities* no le favorece en el contexto actual y los flujos han seguido ausentes en los últimos meses. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en acciones turcas.**

**Se mantiene el UW en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** La alta exposición al conflicto bélico probablemente afectará a la región. La prohibición de la importación de combustible y productos refinados rusos que se aplicará gradualmente hasta el 2024 para países como República Checa y Hungría probablemente seguirá presionando la inflación y la actividad económica.

Por último, **Arabia Saudita** se sigue beneficiando de los altos precios del petróleo y se ubica como el mercado emergente de mejor desempeño en el 2022. La economía se recupera, con el PMI en terreno de amplia expansión y mantiene una baja exposición al conflicto bélico e incluso se beneficia de éste ante la búsqueda de productores

alternativos por parte de los países de occidente. Además, las valorizaciones lucen ajustadas a sus promedios históricos y se siguen observando entrada de flujos. Con lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición a acciones saudíes.**

## Renta Fija

### **US Treasuries: neutral en bonos nominales y se mantiene la sobreexposición en TIPS**

Como se comentó anteriormente, las tasas de interés vienen subiendo constantemente, con el bono del tesoro estadounidense a 10 años alcanzando 3.2% y con espacio para seguir subiendo. Sin embargo, la cualidad de activo de refugio del *treasury* permite proteger la cartera de eventos de cola, por lo que se decide mantener una exposición neutral en *treasuries* nominales. Por su parte, el riesgo inflacionario sigue latente, lo que nos lleva a mantener la sobreexposición en TIPS.

### **US Mortgages: neutral**

El alza de tasas de interés golpea el costo de financiamiento de las viviendas, lo cual contrasta con la recuperación del mercado laboral en Estados Unidos. En este sentido, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

### **US Investment Grade: se lleva a overweight**

En base al alza de tasas y a la diversificación impulsada este mes, el *Investment Grade* norteamericano se convierte en una opción atractiva, dado su *yield* real de 1.2%. Por su parte, la duración larga de casi 8 años ha generado caídas importantes en el índice, lo que genera una oportunidad de compra dado el castigo que ha sufrido, bajo el supuesto de que las tasas largas no suban de manera importante. De esta forma, se decide aumentar el *OW*.

### **US High Yield: se aumenta el overweight**

En el contexto descrito anteriormente, el *High Yield* estadounidense sigue mostrando una menor duración y un *yield* atractivo relativo a las otras subclases de activo (3.6% real), lo cual se traduce en una de las combinaciones de riesgo/retorno más favorecidas este mes. En este sentido, se aumenta el *OW* en *US HY*.

### **Europe Broad: underweight**

De acuerdo con el entorno desafiante expuesto al inicio del documento, relativo a la exposición a la guerra en Ucrania, las presiones inflacionarias y la desaceleración económica, junto a una combinación de riesgo/retorno poco atractiva, se decide profundizar la subexposición en *Europe Broad*.

### **Europe High Yield: underweight**

Similar al caso anterior, y a pesar del mayor *yield* y menor duración relativo al *Investment Grade*, se decide reducir la posición en *Europe HY*.

### **Japan Broad: underweight**

El índice sigue ofreciendo un *yield* real menor a cero (-0.7%), lo cual viene acompañado por un contexto macroeconómico desafiante para Japón, como se comentó anteriormente. Dado esto, se mantiene la subexposición en *Japan Broad*.

### **Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos y local markets**

El mayor *yield* que ofrece la deuda emergente producto de su mayor riesgo de crédito sigue siendo una alternativa atractiva a considerar en el actual entorno de tasas subiendo, pero cerca de los mínimos históricos. En este sentido, y considerando el alza de tasas que ha ocurrido hasta el momento, la duración elevada de los índices soberanos pierde paulatinamente su riesgo por mayores alzas en el futuro, a la luz de los rendimientos ofrecidos. Por esto, y considerando además la mayor diversificación impulsada, se llevan a *OW* todos los índices emergentes, reduciendo en parte el gran *OW* que manteníamos en deuda emergente corporativa *HY*.

## Exposición a monedas – mayo 2022

Monedas	Bench.	Abril	Mayo	OW/UW	Cambio	
USD	41.8%	48.8%	45.7%	OW	3.9%	-
EUR	17.5%	10.5%	11.3%	UW	-6.2%	+
GBP	1.5%	1.7%	1.5%	OW	0.1%	-
JPY	6.4%	2.5%	6.4%	N		+
GEMs	33.0%	36.6%	35.1%	OW	2.2%	-
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>			

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se decidió neutralizar yen japonés contra un menor *overweight* en dólar americano.

## Resultados TAACo Global – Abril 2022

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	55%	5%	-6.8%	-3.4%	-3.8%	-6.7	-7.3
Renta Fija	50%	25%	-25%	-4.1%	-2.1%	-1.0%	-33.4	5.5
Caja	0%	10%	10%	0.0%	0.0%	0.0%	54.6	
Oro	0%	10%	10%	-1.6%	0.0%	-0.2%	38.5	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>-5.44%</b>	<b>-4.92%</b>	<b>53.0</b>	<b>-1.8</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	12.5%	10.0%	-2.5%	-6.9%	-0.86%	-0.69%	0.3	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.0%	-0.5%	-7.7%	-0.12%	-0.08%	0.5	
UK	2.7%	2.7%	0.0%	-4.0%	-0.11%	-0.11%	0.0	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	-1.0%	-13.7%	-1.95%	-1.81%	7.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.0%	0.7%	-4.9%	-0.70%	-0.74%	1.3	
US Small Caps	4.3%	5.3%	1.0%	-8.4%	-0.36%	-0.45%	-1.6	
Japan	5.2%	2.2%	-3.0%	-8.8%	-0.46%	-0.19%	6.1	
<b>Desarrollados</b>	<b>54.7%</b>	<b>49.4%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-8.3%</b>	<b>-4.56%</b>	<b>-4.06%</b>	<b>13.5</b>	
LatAm	4.3%	7.0%	2.7%	-13.9%	-0.60%	-0.97%	-19.1	
LatAm Small Cap	0.8%	3.0%	2.2%	-11.7%	-0.09%	-0.35%	-10.9	
China	13.4%	14.9%	1.5%	-4.1%	-0.55%	-0.61%	4.0	
EM Asia ex China	14.9%	13.2%	-1.7%	-5.7%	-0.85%	-0.75%	-1.8	
EM Asia Small Cap	3.4%	4.0%	0.6%	-5.0%	-0.17%	-0.20%	1.1	
EM Europe and Middle East	8.5%	8.5%	0.0%	0.5%	0.04%	0.04%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>45.3%</b>	<b>50.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-2.22%</b>	<b>-2.84%</b>	<b>-26.7</b>	
<b>Equities</b>					<b>-6.77%</b>	<b>-6.91%</b>	<b>-13.2</b>	
US Govt Agencies	10.2%	10.2%	0.0%	-3.1%	-0.32%	-0.32%	0.0	
US TIPS	1.3%	2.5%	1.2%	-2.0%	-0.03%	-0.05%	2.5	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-3.5%	-0.27%	-0.27%	0.0	
US Corps	7.3%	8.7%	1.4%	-5.5%	-0.40%	-0.48%	-1.9	
US High Yield	1.8%	3.2%	1.4%	-3.6%	-0.06%	-0.11%	0.8	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-3.4%	-0.65%	-0.44%	-4.2	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	-2.7%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-6.4%	-0.55%	-0.26%	10.3	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>56.6%</b>	<b>50.0%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-2.29%</b>	<b>-1.95%</b>	<b>7.4</b>	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	-5.7%	-0.32%	-0.32%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	-5.1%	-0.32%	-0.32%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	6.5%	1.5%	-2.5%	-0.13%	-0.16%	2.3	
EM Corporate HY	6.7%	11.4%	4.7%	-1.4%	-0.10%	-0.16%	12.5	
EM Local Markets	19.9%	20.3%	0.4%	-4.8%	-0.95%	-0.97%	-0.3	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>43.4%</b>	<b>50.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-1.81%</b>	<b>-1.93%</b>	<b>14.6</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>-4.10%</b>	<b>-3.88%</b>	<b>22.1</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 30 de abril de 2022.

En abril la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de -4.9%, 51 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*.

A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos agregó valor principalmente por la posición larga en oro y caja, en un mes en que tanto renta variable como fija exhibieron pérdidas; (ii) la selección de instrumentos generó pérdidas en el margen, en renta variable principalmente desde el largo en Latinoamérica. En renta fija la selectividad fue positiva, la mayor contribución de valor provino del posicionamiento largo en bonos corporativos emergentes y el posicionamiento corto en bonos soberanos japoneses en un mes que las tasas de interés continuaron aumentando.

## Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
<b>TAACo</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.8%</b>	<b>9.5%</b>
Benchmark	-5.4%	-9.5%	-11.8%	-10.8%	2.2%	3.1%	3.2%	4.9%	8.9%
Out/Under perf. (bps)	51	231	230	254	110	103	93	187	
<b>Acciones</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>-12.9%</b>	<b>-11.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.7%</b>	<b>14.1%</b>
Benchmark	-6.8%	-10.3%	-13.7%	-11.7%	4.7%	5.2%	5.2%	4.0%	13.9%
Europe ex UK	-6.9%	-11.0%	-16.5%	-11.6%	3.5%	3.0%	4.4%	3.3%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-7.7%	-10.5%	-17.6%	-15.0%	6.7%	5.0%	8.1%	10.1%	34.6%
UK	-4.0%	-4.3%	-3.4%	0.6%	-0.7%	0.1%	-0.1%	0.4%	17.4%
US Large Cap Growth	-13.7%	-14.0%	-21.3%	-7.6%	17.1%	17.0%	14.9%	--	28.5%
US Large Cap Value	-4.9%	-4.4%	-6.6%	2.4%	6.5%	6.4%	7.9%	5.2%	11.8%
US Small Caps	-8.4%	-6.6%	-14.1%	-13.0%	7.7%	7.9%	9.8%	10.9%	15.6%
Japan	-8.8%	-11.1%	-15.6%	-15.1%	1.1%	1.9%	3.8%	1.7%	21.8%
<b>Desarrollados [1]</b>	<b>-8.3%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>22.4%</b>
LatAm	-13.9%	1.3%	8.6%	-2.6%	-5.6%	-2.3%	-5.1%	5.8%	20.8%
LatAm Small Cap	-11.7%	-0.3%	6.6%	-8.3%	-3.2%	-0.9%	-5.7%	8.6%	31.9%
China	-4.1%	-15.2%	-17.7%	-36.2%	-5.0%	2.1%	3.7%	10.9%	54.1%
EM Asia ex China	-5.7%	-6.7%	-10.3%	-7.8%	11.1%	8.7%	6.7%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-5.0%	-6.0%	-12.4%	-8.0%	9.4%	5.4%	4.5%	10.0%	33.2%
EM Europe and Middle East	0.5%	-24.7%	-23.7%	-16.3%	-5.1%	-2.6%	-5.2%	2.5%	11.8%
<b>Emergentes [1]</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>-18.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>37.3%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>-9.9%</b>	<b>-9.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.4%</b>
Benchmark	-4.1%	-8.6%	-9.9%	-10.1%	-0.8%	0.5%	0.9%	5.0%	5.3%
US Govt Agencies	-3.1%	-6.7%	-8.5%	-7.4%	0.4%	1.0%	1.2%	4.7%	2.3%
US TIPS	-2.0%	-3.0%	-5.0%	0.7%	5.4%	3.9%	2.3%	6.5%	3.0%
US Mortgages	-3.5%	-6.9%	-8.3%	-8.8%	-0.6%	0.5%	1.3%	4.8%	2.5%
US Corps	-5.5%	-9.7%	-12.7%	-10.4%	0.9%	2.0%	2.9%	6.4%	6.4%
US High Yield	-3.6%	-5.6%	-8.2%	-5.2%	2.8%	3.7%	5.3%	9.3%	7.5%
Europe Broad	-3.4%	-7.6%	-8.6%	-8.9%	-1.6%	-0.1%	2.3%	4.9%	0.7%
Europe High Yield	-2.7%	-5.4%	-6.7%	-5.3%	1.2%	1.9%	5.3%	8.8%	6.2%
Japan Broad	-6.4%	-12.2%	-12.9%	-17.2%	-5.6%	-3.0%	-3.7%	1.3%	4.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-7.7%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-0.2%</b>				
EM Sovereign IG	-5.7%	-13.1%	-16.2%	-13.8%	-0.7%	1.1%	2.5%	8.0%	9.4%
EM Sovereign HY	-5.1%	-9.6%	-11.2%	-11.8%	-2.7%	-1.3%	2.6%	9.8%	9.4%
EM Corporate IG	-2.5%	-10.1%	-11.8%	-10.4%	0.3%	1.8%	2.9%	--	6.7%
EM Corporate HY	-1.4%	-9.9%	-11.9%	-14.2%	-0.3%	1.6%	4.3%	--	9.9%
EM Local Markets	-4.8%	-7.7%	-7.3%	-8.0%	0.0%	0.6%	-0.5%	--	15.2%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-10.4%</b>	<b>-11.0%</b>	<b>-0.6%</b>				
<b>Caja</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.8%</b>
<b>Oro</b>	<b>-1.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>8.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.7%</b>

\* 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
<b>DM</b>	<b>16.3x</b>	<b>14.9x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.9x</b>	<b>2.2x</b>	<b>13%</b>	<b>8%</b>	<b>16%</b>	<b>1.3</b>
US	18.6x	16.0x	2.0%	4.3x	2.9x	19%	9%	29%	1.0
Europe	12.7x	13.1x	4.0%	1.8x	1.8x	9%	6%	11%	1.4
Japan	11.8x	14.8x	3.0%	1.2x	1.3x	-1%	4%	9%	-11.8
<b>EM</b>	<b>10.9x</b>	<b>11.5x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.7x</b>	<b>1.8x</b>	<b>-1%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>-10.9</b>
EM Asia	11.1x	12.2x	3.0%	1.6x	1.8x	6%	13%	12%	1.9
CEEMEA	12.1x	9.3x	4.0%	2.0x	1.5x	-38%	11%	24%	-0.3
LatAm	8.3x	12.0x	8.0%	1.7x	2.0x	12%	-3%	22%	0.7
China	9.2x	11.8x	3.0%	1.3x	2.0x	11%	16%	11%	0.8
S.Korea	8.5x	9.8x	2.0%	1.0x	1.2x	1%	13%	14%	8.5
Taiwan	12.2x	14.4x	4.0%	2.4x	1.9x	1%	3%	20%	12.2
India	20.9x	17.0x	2.0%	3.7x	3.2x	22%	17%	15%	1.0
Indonesia	16.7x	14.1x	3.0%	2.7x	3.3x	9%	9%	16%	1.9
Malaysia	14.6x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	3%	13%	11%	4.9
Thailand	17.1x	13.2x	3.0%	2.0x	2.1x	7%	13%	10%	2.4
Philippines	16.3x	16.3x	2.0%	1.9x	2.5x	21%	21%	9%	0.8
S.Africa	8.1x	12.3x	5.0%	1.8x	2.4x	14%	12%	20%	0.6
Turkey	5.4x	8.3x	7.0%	1.4x	1.5x	40%	-4%	24%	0.1
Poland	8.6x	11.7x	4.0%	1.1x	1.4x	-18%	2%	13%	-0.5
Czech R.	13.1x	12.5x	6.0%	2.0x	1.7x	82%	6%	19%	0.2
Saudi	19.8x	14.4x	3.0%	3.1x	2.2x	19%	12%	32%	1.0
UAE	16.9x	11.5x	3.0%	2.2x	1.4x	-10%	13%	13%	-1.7
Brazil	6.9x	10.9x	9.0%	1.6x	1.8x	11%	-6%	26%	0.6
Mexico	13.2x	15.1x	4.0%	2.0x	2.6x	13%	11%	22%	1.0
Chile	11.0x	15.5x	5.0%	1.3x	1.9x	14%	0%	15%	0.8
Colombia	8.8x	13.4x	10.0%	1.3x	1.6x	12%	17%	25%	0.7
Peru	10.9x	12.7x	5.0%	1.8x	3.0x	39%	5%	23%	0.3

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 27 de abril de 2022

\* PEG: PE ratio/Earnings Growth

### **NOTA: Actualización anual del benchmark del TAACo.-**

El *benchmark* del TAACo en cuanto a asignación por grandes clases de activos es fija en 50% renta variable y 50% renta fija. Están disponibles las alternativas de asignación a caja y oro como posiciones *off-index*.

Dentro de dichas dos clases de activos, el *benchmark* de cada sub-clase está compuesto de la siguiente manera: 1/3 market capitalization o market size; 1/3 el "peso" de la región o país del activo en el PIB global y; 1/3 el PIB de tendencia del activo.

Se actualiza una vez al año en mayo basado en las proyecciones de *World Economic Outlook* de FMI de abril.

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.