

Diciembre 2022

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Nov	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	7.1%	0.7%	-13.9%	-12.1%	0.7%	1.4%	3.4%	6.5%	10.1%
Benchmark	7.8%	0.9%	-16.4%	-14.9%	-0.6%	0.5%	2.4%	4.6%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-65	-13	247	287	129	95	94	189	
Acciones	9.3%	2.1%	-17.0%	-14.2%	2.9%	2.0%	4.9%	4.4%	14.8%
Benchmark	10.1%	2.0%	-17.6%	-14.9%	2.6%	1.9%	4.7%	3.7%	14.7%
Renta Fija	5.3%	-0.7%	-14.7%	-14.3%	-3.5%	-0.9%	0.4%	5.5%	6.1%
Benchmark	5.5%	-0.5%	-15.4%	-15.2%	-4.1%	-1.4%	-0.1%	4.6%	6.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	7.0%	2.2%	-2.9%	-2.8%	6.3%	6.5%	0.2%	12.6%	13.4%

Resultados al 30 de noviembre de 2022

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Índice

Outlook 2023 .....	1
Asignación de activos ....	6
Activos Alternativos .....	15
Resultados .....	17
Desempeño.....	18
Valorizaciones.....	19

## OUTLOOK 2023: Cambio de paradigmas<sup>1</sup>

En nuestro documento de hace un año respecto de las perspectivas para 2022, lo que el escenario base consideró y efectivamente se dio fueron la desaceleración económica global, mayor volatilidad en los mercados financieros, la transición del Covid-19 de pandemia a endemia y como contexto, la cuarta revolución industrial con las nuevas mega tendencias en curso. En cuanto a la inflación, sin embargo, ocurrió uno de los riesgos que mencionamos, mayor inflación a la esperada, que generaría alzas más rápidas y de mayor magnitud en las tasas de interés. Los aumentos de precios llegaron más alto de lo estimado y tardaron más en ceder, algo que recién está sucediendo a fines de este año. Aunque la inesperada guerra entre Rusia y Ucrania exacerbó las presiones inflacionarias globales, éstas mostraron un carácter menos transitorio más allá de los efectos de dicho conflicto.

Las caídas en los precios de los activos globales han sido de las mayores en un año en la historia de los mercados financieros. Sólo en tres ocasiones anteriores el S&P 500 y los bonos del Tesoro de Estados Unidos cayeron en el mismo año (1931, 1941 y 1969) y esta es la única vez en la historia que las caídas de ambos han sido de dos dígitos (el S&P -17.3% y los bonos de Tesoro a 10 años -14.8%, a mediados de diciembre).

Y lo anterior sirve como introducción para señalar, primero que estamos viviendo tiempos de importantes cambios estructurales y luego que vivimos una etapa de transición en que se ven cambios de paradigmas en los mercados globales. Aunque el término “cambio de paradigma” fue acuñado por el físico Thomas Kuhn específicamente para la ciencia, ha pasado a usarse en variados ámbitos al describir cambios drásticos en el comportamiento o modo de funcionamiento de las cosas.

En el comité del mes de diciembre nuestro objetivo fue identificar los principales temas que determinarán las tendencias en la economía y mercados globales en 2023 y sus implicancias en las decisiones de asignación de activos e inversiones en general.

### I. Los dos Pivots<sup>2</sup>

El pivot más comentado en los mercados actualmente se refiere a cuándo el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) terminará el ciclo monetario contractivo iniciado en marzo de este año para contrarrestar la inflación, que inicialmente se vio como un fenómeno transitorio.

<sup>1</sup> *Paradigm shift* en inglés, es un concepto acuñado por el físico Thomas Kuhn para cambios fundamentales profundos en la ciencia que con el tiempo se adaptó a variados ámbitos y disciplinas.

<sup>2</sup> Pivot en inglés significa cambiar de opinión, argumentos y decisiones (Cambridge dictionary)

Una inflación más alta y por más tiempo con las consecuentes alzas en las tasas de interés fue la tónica del 2022

También lo fueron caídas simultáneas sin precedentes en los precios de las acciones y los bonos

Estamos viendo cambios de paradigmas en varios ámbitos a nivel global; la economía y los mercados no son la excepción

Identificamos tres grandes temas que serán determinantes para la tendencia de los mercados en 2023

La demora en actuar ha llevado a fuertes aumentos en la tasa de referencia o *Fed Funds Rate* y las tasas de mercado y ello ha generado volatilidad y caídas sin precedentes en los valores de los bonos. La *Fed Funds Rate* pasó de 0.25% a principios del año a 4.5% actualmente y se espera que llegue a 5% en marzo próximo, nivel que sería el máximo de este ciclo. Esto siempre y cuando la trayectoria de la inflación siga descendiente: pasó de 9.1% anual en junio a 7.1% en noviembre. Es de esperar que el Fed sostenga la tasa de referencia en 5% antes de comenzar un ciclo monetario expansivo hasta tener claras señales que la inflación ha sido derrotada, lo cual sería hacia mediados del próximo año.

Históricamente, en ciclos inflacionarios pasados (para el análisis se tomaron los últimos 9 pivots o cambios en el ciclo monetario), las tasas de interés de mercado comienzan a caer entre uno a tres meses antes del pivot. La bolsa (se tomó el S&P500) comienza a subir gradualmente hasta seis meses antes del pivot y en ciertas ocasiones hay una baja inmediatamente después del pivot para tres meses, luego de éste retomar una tendencia más decidida al alza (*bull market*).

El otro pivot esperado es de China, la otra potencia mundial, donde se comienzan a vislumbrar aires de flexibilización en el manejo político con implicancias tanto para la economía local, como para la global. China tiene la necesidad de sostener el crecimiento que en los dos últimos años viene desacelerándose y por motivos más allá de la pandemia. Destruir la economía es condición para que Xi Jinping y el partido mantengan el poder de manera relativamente pacífica. Además, protestas recientes por cierre de plantas por confinamiento u otros motivos están haciendo ver al gobierno que una vez abiertos y habiendo hecho la transición a una economía más libre, a pesar de los límites, no hay vuelta atrás (si se quiere que la economía sobreviva).

La política cero COVID, a pesar de anuncios hasta hace muy poco, se está echando marcha atrás, con varias medidas. Las cifras de desaceleración del comercio exterior y de la actividad han sido lapidarias lo que habría llevado a un comunicado de las autoridades en los primeros días de diciembre en cuanto a que las políticas monetaria y fiscal mantendrán una postura expansiva de apoyo a la actividad económica y en cuanto al crecimiento se fijarán tasas objetivo y se pondrán todos los esfuerzos en lograrlos. La meta de crecimiento para 2023 se establecería en 5%.

## II. La desglobalización o regionalismo

La pandemia llegó en un momento en que el conflicto por el poder global entre China y Estados Unidos ya había comenzado, tomando primero la forma de guerra comercial, pero que habría llegado para quedarse con una nueva guerra fría. El Covid-19, como en variados ámbitos, fue un catalizador de la tendencia hacia una menor interdependencia internacional entre países y que se generen ámbitos geográficos de poder de cada una de las dos potencias. Y, aunque tratando de que los países “amigos” queden cerca, también mantener enclaves aliados cercanos al “enemigo”. La economía es la protagonista de la guerra fría y el sector corporativo una de las armas de mayor valor. Así, vemos compañías estadounidenses retirando sus instalaciones de China, ya sea acercándolas a México (sobre todo en manufactura) y/o trasladando plataformas de servicios hacia la India.

La otra guerra, no fría, es la de Ucrania, que comenzó en febrero de este año luego que Rusia invadiera ese país. Las consecuencias en los precios de la energía y otras materias primas exacerbaron la inflación y generaron nuevas disrupciones en cadenas de suministros. El resto de Europa entró en un estado de alerta, además de ser la región más afectada por las consecuencias materiales de la crisis energética, que cambió estructuralmente su posición ante el mundo en

I. Los dos pivots o puntos de inflexión, uno en EEUU y otro en China

El pivot en EEUU se refiere al giro en la política monetaria del Fed desde el ciclo contractivo actual a uno expansivo

El pivot en China se refiere a la flexibilización de la política sanitaria y un pragmatismo al que tendería el gobierno

II. La desglobalización o regionalismo

La rivalidad entre China y EEUU, la pandemia, la guerra en Ucrania y otros eventos de los últimos años en un contexto de mega tendencias que están cambiando la manera en que funciona el mundo han llevado a una tendencia a la menor interdependencia entre países

cuanto a volver a ver por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial, la probabilidad de un conflicto armado. En este sentido, además de lo que ha implicado el cambio en su fuente de abastecimiento de energía, estructuralmente genera nuevos ítems de gasto fiscal, tanto para apurar la transición energética como en gastos en defensa.

Y es así como eventos inesperados como la pandemia, tensiones que prevalecen en el mundo, que toman diferentes formas y que prevalecen como riesgos (China-Taiwán, uno de ellos), entre otros, están llevando a la creciente tendencia a reducir en lo posible la interdependencia entre países. Sobre todo, con aquellos que, de uno y otro lado, son percibidos como no “confiables”.

### III. La transición energética

Estamos atravesando la tercera transición energética de la historia, cuyo punto de partida fue el cuidado medioambiental y su gran catalizador la guerra en Ucrania. Las economías más grandes del mundo no cuentan con recursos naturales que les haya permitido hasta el momento la autosuficiencia en energía.

Los combustibles fósiles (petróleo y derivados) comenzaron una rápida incursión desde fines del siglo diecinueve (el carbón era predominante desde mediados de 1800s) y constituyen la principal fuente de energía global desde mediados del siglo veinte. Se estima que las fuentes de energía renovable los igualarían recién a partir del año 2060; sin embargo, se está poniendo énfasis en políticas públicas alrededor del mundo para acelerar este proceso. Entre ellas destacan en Estados Unidos el Acta de Reducción de la Inflación, en Europa el *Fit for 55 package*, el plan GX en Japón, los nuevos objetivos de energía limpia de China y la “revolución solar” de la India. La inversión en este tipo de energía se duplicaría hacia 2030.

### Las implicancias para las inversiones. -

Estamos atravesando un cambio radical luego casi quince años de expansión monetaria cuantitativa hacia tasas reales positivas, con guerras de diferentes estilos y riesgos geopolíticos, que tienen a los mercados confundidos en cuanto hacia dónde dirigirse.

Como sostuvimos el mes pasado en nuestra visión, esperamos recesiones poco profundas en general, con algunos trimestres de contracción económica. El mínimo de actividad se tocaría durante 2023, con diferencias entre regiones y países. La inflación da incipientes señales de estar cediendo en Estados Unidos y ello debiera seguir así: los factores de demanda como el empleo donde hay un aumento en la oferta, las alzas en los costos de energía y alimentos actúan como impuesto para los consumidores y los precios en las viviendas ya comienzan a caer. Del impacto de lo anterior depende cuán profunda será la recesión.

Las utilidades del sector corporativo se verán afectadas por la desaceleración/recesión; no obstante, este ciclo recesivo encuentra a los hogares y a las empresas con una salud financiera históricamente “en forma” que permitirá, luego de un “ajuste de cinturones” salir adelante. Especialmente en cuanto a las compañías, los sectores que suelen ser los más vulnerables en recesiones, el financiero y el de energía se encuentran en situaciones relativamente robustas. Por el lado de los hogares y las personas, también se partió de períodos de altas valorizaciones de las propiedades y de los salarios con las finanzas familiares sanas.

Los problemas en el sector corporativo podrían verse en aquellas empresas donde los modelos están descalzados financieramente: alto apalancamiento, financiamiento de deuda de largo

III. La transición energética hacia energías renovables

Se espera una recesión poco profunda y con efectos divergentes entre países que están en distintas etapas del ciclo económico

Este ciclo recesivo se dio en un momento en que las finanzas corporativas y de los hogares gozan de buena salud



plazo con deuda de corto plazo, entre otros. Ello porque las alzas en las tasas de interés les afectarán negativamente en forma directa.

Como indican las expectativas mencionadas al principio de este documento, la *Fed Funds Rate* llegaría a 5% y se mantendría hacia el segundo semestre de 2023. Todo ello dependiendo de la velocidad de desaceleración de la inflación. No obstante, la convergencia al objetivo de inflación del Fed de 2% tomará probablemente más de un año.

El riesgo China es latente y vulnerable a errores de política, pero las probabilidades apuntarían al pragmatismo necesario para mantener la estabilidad económica y social. En cierto sentido el vigésimo Congreso del Partido Comunista marcó un punto de inflexión: las autoridades del país ya saben a qué atenerse por los próximos cinco años y comienzan a ejecutar. Luego de ello se vio el acercamiento de Xi Jinping a Biden en la reunión de los G20 y la flexibilización de la política económica y sanitaria. Todas señales de pragmatismo, que es parte esencial de su cultura.

La guerra fría llegó para quedarse, cierto, pero también hay un aspecto práctico a pesar de la desglobalización: Estados Unidos y China se necesitan mutuamente, por lo que la frialdad y pragmatismo debiera prevalecer a pesar de las declaraciones, provocaciones y agresiones verbales. Que reflote la intención de China de anexar Taiwán, tarde o temprano podría llevar a una crisis relevante, y predecir el desenlace sería ciencia ficción.

Rusia supuestamente aislada, aun así, no tiene problemas para exportar de energía y Europa se ha visto forzada a buscar otras fuentes para su abastecimiento, lo cual tomará tiempo para establecerse, aunque para este invierno la situación estaría solucionada. Como ya se ha visto desde hace unos meses y a pesar de la tragedia humana, la guerra en Ucrania pierde impacto material para la economía global que se ajusta tarde o temprano a las nuevas condiciones.

Luego de más de un año y medio de fortalecimiento del dólar se ha visto que esta tendencia viene cediendo, lo que está en línea con inflación que cede y tasas de interés que estarían en torno a los máximos de este ciclo.

Para terminar el año se posiciona el portafolio en 50% acciones y 50% renta fija. En ambas clases de activos existen factores, o subclases de activos o regiones y países con potencial de apreciación. En acciones los niveles de valorizaciones son divergentes, pero se favorece ciertas acciones en Estados Unidos y mercados emergentes (tácticamente en China), de alta calidad estilo *value* y *small caps*, éstas últimas viéndose beneficiadas por la regionalización. En renta fija los niveles de tasas actuales son una atractiva fuente de ingresos corrientes y eventualmente ganancias de capital cuando las tasas comiencen a bajar.

Los riesgos a nuestro escenario se resumen en una recesión más profunda de lo esperado, que podría ser ocasionada por algún evento exógeno o que la inflación no ceda y siga subiendo, lo que llevaría a un daño mayor y de mayor duración a la economía.

Se espera que la inflación siga cediendo

Y China optaría por el pragmatismo

El dólar habría terminado su rápida tendencia a la apreciación

Para terminar el año se posiciona la cartera del TAACO neutral en renta fija y renta variable y sin exposición a caja.

## Asignación de activos – diciembre 2022

TAACo Global	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	48%	50%	N	2.0%	+
Renta Fija	50%	50%	50%	N		
Caja		2%		N	-2.0%	-
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.1%	10.5%	10.5%	UW	-2.6%	
Europe Small Cap ex UK	1.4%			UW	-1.4%	
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N		
US Large Cap Growth	14.3%	16.3%	15.3%	OW	1.0%	-1.0%
US Large Cap Value	15.7%	18.5%	17.0%	OW	1.3%	-1.5%
US Small Caps	4.1%	5.1%	5.1%	OW	1.0%	
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.3%</b>	<b>55.1%</b>	<b>52.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-2.5%</b>
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	1.7%	OW	1.0%	1.0%
China	11.8%	11.8%	12.8%	OW	1.0%	1.0%
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	15.0%	UW	-1.5%	0.5%
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	6.6%	N		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>44.9%</b>	<b>47.4%</b>	<b>OW</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.5%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N		
US TIPS	1.4%	1.5%	0.4%	UW	-1.0%	-1.1%
US Mortgages	7.9%	9.5%	9.5%	OW	1.6%	
US Corps	7.1%	10.5%	8.5%	OW	1.4%	-2.0%
US High Yield	1.7%	1.7%	1.7%	N		
Europe Broad	19.7%	13.0%	15.0%	UW	-4.7%	2.0%
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.7%	N		
Japan Broad	7.9%	3.4%	4.5%	UW	-3.4%	1.1%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>51.6%</b>	<b>51.6%</b>	<b>UW</b>	<b>-6.1%</b>	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	4.1%	N		
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N		
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	6.5%	OW	2.9%	
EM Corporate HY	6.4%	9.6%	8.1%	OW	1.7%	-1.5%
EM Local Markets	22.2%	22.2%	23.7%	OW	1.5%	1.5%
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>48.4%</b>	<b>48.4%</b>	<b>OW</b>	<b>6.1%</b>	
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Se neutraliza acciones eliminando la caja y se conserva el neutral en bonos

Se mantiene UW en Europa

US: reduce el OW en Large Cap Growth y Value, y se mantiene en Small Caps

Se mantiene UW en Japón

Aumenta OW Latam con Small Caps

Se aumenta China a neutral

Se reduce el UW en Asia EM ex China

Neutral EMEA

Neutral Treasuries

Se lleva TIPS a UW

Se reduce OW US IG y se mantiene neutral en HY

Se reduce UW en bonos europeos y japoneses

Se mantiene el OW Emergentes

OW en corporativos IG

Se reduce OW en corporativos HY para financiar OW en Local Markets

Este mes se lleva la renta variable a neutral a costa de dejar el portafolio sin exposición a caja y se mantiene el neutral en bonos.

En la cartera accionaria se favorece acciones de alta calidad, valorizaciones atractivas y mercados rezagados, con sobre ponderaciones en Estados Unidos y América Latina, y en forma táctica en China. Las asignaciones en renta fija están sobre ponderadas en bonos corporativos estadounidenses y emergentes, tanto *Investment Grade* como productos de *spread*, aumentando la exposición a bonos que se favorecen del debilitamiento del dólar.

## Renta Variable

### **Europa ex UK: se mantiene el *underweight* en *Large Cap* y *Small Cap***

La región es la principal afectada por la crisis energética, pero han logrado disminuir de tal forma el consumo que tienen almacenada capacidad para cubrir un invierno que no será tan frío según los pronósticos. Las autoridades están impulsando una serie de planes fiscales y alianzas corporativas para acelerar la independencia energética y su transición a una matriz más diversificada y amigable con el medio ambiente.

Por su parte, la guerra en el continente y las presiones inflacionarias han llevado a la región a una contracción cada vez acentuada de la actividad. El consenso de los analistas en Bloomberg estima con un 65% de probabilidad que la región entre en recesión en los próximos meses, mientras que el indicador líder PMI compuesto se ubica en 48.8 pts., bajo los 50 que indican expansión económica para los siguientes 6 a 12 meses. Las ventas minoristas se contraen y la producción industrial también decepciona.

El Banco Central Europeo continuará con la política monetaria contractiva en la medida que no haya señales claras de convergencia de la inflación a la meta, con ésta pareciendo haber llegado a un peak en octubre. La autoridad monetaria ya ha subido 250 pbs. las tasas de referencia este año hasta 2.00% y se espera que pueda subir otros 150 pbs. durante 2023. El ajuste monetario tardío llevará a que las tasas se mantengan altas y subiendo por un tiempo más largo que en otros países.

Nos mantenemos cautelosos en cuanto a las acciones europeas, ya que la crisis energética y la guerra tendrán consecuencias no sólo cíclicas, como lo que estamos viendo actualmente, sino también estructurales. Las tensiones y geopolítica implicarán mayor gasto fiscal en lo referente a defensa y protección geográfica y digital/informática.

El sector corporativo si bien parte de balances saludables y ha sido resiliente año, se verá afectado el próximo. Se estima que las utilidades crezcan 2.3% en 2023, dato que ha sido corregido a la baja en los últimos meses. Por su parte, si bien las acciones europeas se ven baratas respecto de las norteamericanas, los fundamentos europeos son más débiles y queda por ver cómo se adapta la economía y el sector corporativo a los cambios mencionados. Por eso se **mantiene el *underweight* en acciones europeas.**

### **Reino Unido: se mantiene asignación en neutral**

Rishi Sunak da vuelta a los planes de su antecesora, Liz Truss, comprometiéndose con la responsabilidad fiscal al anunciar recortes de gasto fiscal y subida de impuestos. No obstante, no ha logrado llegar acuerdo con los gremios desatándose una serie de huelgas que amenazan el crecimiento en el país en la víspera de las fiestas de fin de año.

La recesión acecha al país y el indicador líder manufacturero se ubicó en diciembre en 44.7 pts., su menor nivel desde mayo de 2020. Las perspectivas se deterioran y el consumo se debilita. El próximo año el PIB se contraería 1.5% y otro 1% en 2024.

Por su parte, la inflación pareciera haber llegado a un peak en octubre y cedió en noviembre, pero con un registro de 10.7% interanual, está lejos de la meta del banco central. La tasa de referencia está en 3.5% y podría llegar a 4.75% durante el próximo año. Un proceso de ajuste monetario ha continuado presionando al alza las tasas de interés en el último mes, las cuales seguirán subiendo hasta que se estabilicen los precios.

El sector corporativo, que este año ha mostrado fortaleza, resentirá el menor crecimiento económico en 2023. Se estima que las utilidades se contraigan en torno a 3%. Por su parte, las acciones británicas lucen baratas respecto de sus pares en Europa continental, transando con un descuento de 17% en la razón precio/utilidad proyectada. No obstante, la alta inflación, un ajuste monetario que afectará la actividad, inestabilidad por la crisis energética y remanente inestabilidad política nos lleva a mantener una posición neutral en este mercado accionario hasta observar señales de mayor estabilidad.

## **Estados Unidos: Se disminuye la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value y Growth*, manteniendo el *OW* en *Small Caps***

Disminuye la incertidumbre política con elecciones *mid term* que dejaron un Congreso dividido: demócratas manteniendo la mayoría en el Senado y republicanos ganando el control de la Cámara de Representantes. Tal composición implicaría un mayor control de gasto fiscal para el resto de gobierno de Biden, lo que sería positivo para frenar la inflación.

Por su parte, el consumo aún se mantiene fuerte, mientras que el mercado laboral muestra señales mixtas de ser afectado por el ajuste monetario, y la inflación sorprende cayendo más que las expectativas por segundo mes consecutivo. La inflación *headline* -o total- continua a la baja y cae por quinto mes consecutivo, mientras la inflación subyacente comienza a ceder y cae a 6.0% interanual. La inflación implícita en las curvas de tasas de interés se redujo durante noviembre y se acerca a su convergencia hacia 2% (*breakevens* de 5 y 10 años se ubican en 2.23% y 2.16% respectivamente), dando así señales de una inflación que estaría cediendo, pero que aún le faltaría un largo camino para su meta del 2%, por lo que el ajuste monetario del Fed continuará.

Bajo este contexto inflacionario, en la reunión de política monetaria de diciembre el comité decidió subir la tasa de referencia en 50 pbs., alcanzando así un nivel de 4.5% y significando una reducción en la magnitud de las alzas tras cuatro aumentos de 75 pbs. consecutivos. Sin embargo, a pesar de la disminución del ritmo de alza, el presidente del Fed, Jerome Powell, retoma su postura *hawkish* de reuniones anteriores y reafirma su compromiso de continuar con las alzas de tasas hasta que la política monetaria muestre señales de ser lo suficientemente contractiva, en busca de alcanzar la inflación objetivo del 2%. Para alcanzar esta meta, el comité ajusta al alza su expectativa de tasa de interés para finales del 2023, alcanzando el nivel de 5.1%, estimando que lo más probable es que no veríamos disminuciones en la tasa de referencia durante el próximo año. Por otro lado, también se espera que se continúe reduciendo la magnitud de las alzas en las siguientes reuniones, internalizándose a nivel de mercado un alza de 25 pbs. en febrero y marzo. Con esto, el mercado estaría esperando que la *Fed Funds Rate* (FFR) se ubique en 5% en el primer trimestre del próximo año, alcanzado su *peak*.

Durante noviembre la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro tuvo un *bull flattening* -caídas mayores en plazos más largos- impulsando los retornos de los activos de renta fija, reduciendo la volatilidad de la curva y profundizando la inversión de la curva en el tramo 2-10 años, dando cuenta del creciente temor del mercado a que el ajuste monetario provoque una recesión. Sin embargo, luego del mensaje *hawkish* por parte del Fed en la reunión de diciembre, las tasas se reajustaron al alza, aumentó la volatilidad y se redujo la inversión de la curva.

La subida de tasas está impactando en forma directa el desempeño accionario, con caídas cercanas a 8% en el mes para el Nasdaq (al 20 de diciembre), revirtiendo de esta forma las ganancias que se vieron en noviembre. Las acciones *growth* este mes ven reducido su posicionamiento al ser más vulnerables a cambios en las tasas de interés y con mayor exposición a sectores como tecnologías de la información y consumo discrecional. El escenario económico continúa desafiante y la probabilidad de recesión ha seguido aumentando, por lo que se opta por favorecer las acciones de calidad – *Quality factor*- las que se caracterizan por fundamentos positivos: bajo endeudamiento, alto ROE y crecimiento estable de utilidades, ofreciendo una atractiva relación riesgo/retorno y exposición al segmento “tradicional” del sector tecnológico.

Por su parte, las valorizaciones están en línea con los promedios históricos, con el S&P 500 transando con premio con respecto a las acciones globales en cuanto a la razón precio/utilidad a doce meses (P/U *fwd.*). Se destaca que las *Small Caps* transan en torno a una desviación estándar bajo su promedio y se beneficiarán de menores costos de financiamiento una vez que se llegue un *peak* en las alzas de tasas de interés. Las utilidades crecerían en 2023 en torno a 5% desacelerándose respecto al 15% que se estima para este año.

Luego de la significativa alza de las acciones en noviembre se decide tomar utilidades en acciones estadounidenses, pero manteniendo la sobre ponderación. Se privilegia mantener acciones de mayor calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo y valorizaciones atractivas como las *Value y Smalls Caps*. Las acciones tipo *Growth* podrían beneficiarse de un ambiente de recesión en el cual se establezcan y comiencen a caer las tasas de interés.

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

El alza de tasas a nivel global ha comenzado a ejercer presión sobre la actividad económica, deteriorando las perspectivas y llevando a que Japón enfrente una débil demanda externa, lo que impacta especialmente sus proyecciones debido a su sesgo exportador.

En octubre, tanto las ventas minoristas como la producción industrial se desaceleraron con respecto al mes anterior, expandiéndose 4.3% y 3.0% interanual respectivamente, mientras que el sector industrial continuó contrayéndose con respecto al mes anterior, retrocediendo 3.2%. El PMI Manufacturero se siguió deteriorando en diciembre, ubicándose en 48.8 pts., retrocediendo a su menor nivel desde octubre de 2020, tras consecutivos reportes que muestran una magra demanda.

En su reunión de diciembre, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en -0.1%, en línea con lo esperado por el mercado. Sin embargo, sorprendió al ampliar los límites de su programa de control de la curva de tasas de interés soberana, el primer movimiento para hacer más restrictiva la política monetaria desde los años 90. Esto permitirá que la tasa de interés a 10 años suba desde 0.25% a 0.50%, lo que podría llevar a aumentos en la curva de tasas de interés, presión sobre los precios de las acciones y un fortalecimiento del yen en la medida en que disminuya el diferencial de tasas con EE.UU.

La inflación se ha acelerado levemente, hasta ubicarse en 3.7% anual en octubre, el máximo registro observado desde 2014. Sin embargo, el registro subyacente fue 2.5% en doce meses, con una meta de inflación de 2%. Hacia adelante, las proyecciones de inflación muestran una tendencia a acelerarse, lo que llevó a que la autoridad monetaria japonesa cambie el foco de su política monetaria, y junto con la menor fortaleza del dólar podrían alivianar las presiones sobre el yen.

Las valorizaciones (P/U *fwd.*) transan con descuento, pero menos de una desviación estándar bajo su promedio de 5 años, lo que las hace lucir menos atractivas que sus pares desarrollados. Por su parte, las utilidades habrían mostrado una caída de ~5% en 2022, apuntando hacia un crecimiento acotado el próximo año y con salidas netas de flujos de inversiones a fondos e ETFs en el último mes.

Con todo, aún no se ven luces respecto del despegue de la economía japonesa, lo que aumenta la incertidumbre y volatilidad sobre su retorno accionario. Además, la alta exposición del índice a sectores menos defensivos en recesiones tales como consumo discrecional e industrial, nos lleva a mantener la subexposición a acciones japonesas para favorecer regiones y/o países en los que las perspectivas son más positivas y tengan mayor potencial de apreciación.

## **Acciones Emergentes: Se lleva China a *OW*, se aumenta la sobreexposición en LatAm, disminuye el *UW* en Asia EM ex China y se mantiene neutral EMEA**

En noviembre, destacó el desempeño de Asia Emergente en los mercados, impulsado por señales de flexibilización de la política sanitaria desde China. En América Latina, las perspectivas se mantienen favorables y con valorizaciones baratas, lo que nos lleva a **aumentar el *OW* en América Latina a través de *small caps*. Por el lado de China, se decide llevar a una sobreexposición táctica**, en línea con el impulso que se ha observado en los mercados por la flexibilización gradual de la estricta política sanitaria. Con respecto a **Asia EM ex China**, se comienza a cerrar la brecha y se **disminuye levemente el *UW***, en línea con perspectivas que comenzarían a mejorar hacia la segunda mitad del próximo año. Por el lado de **EMEA, se mantiene el neutral** favoreciendo países exportadores de *commodities*, que a su vez tienen una posición fiscal más holgada y valorizaciones que lucen baratas.

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

Ante el desafiante contexto global, América Latina estaría bien posicionada en sus perspectivas para 2023. El responsable manejo de política monetaria contra la inflación lleva a que se espere el comienzo de un ciclo de recortes en las tasas de interés durante el próximo año, mientras que el precio de las materias primas mantiene su soporte estructural y se vería impulsado con la reactivación de China – particularmente metales industriales y combustibles-. A su vez, la ubicación geográfica de la región permite que se beneficien de la tendencia de desglobalización



(especialmente las acciones tipo *small caps*). Asimismo, las valorizaciones persisten con un descuento relevante, transando en torno a mínimos históricos y atractivas respecto a otras economías emergentes. Con esto, se decide **augmentar la sobreexposición en la región a través de *small caps***.

Por el lado de **Brasil**, la tasa de desempleo de octubre disminuyó a 8.3%, siendo el nivel más bajo desde mayo de 2015, mientras que la inflación continúa con la tendencia de desaceleración llegando en noviembre a 5.9% en doce meses. Ante esto, el Banco Central decidió mantener la tasa Selic en 13.75% sin realizar cambios por tercera reunión de política monetaria consecutiva. No obstante, es probable que se atrase el ciclo de recortes de tasas de interés dado el aumento en riesgo fiscal del país, que también ha afectado las expectativas de la actividad (el PMI de servicios y manufactura se desacelera en noviembre, hasta 51.6 y 44.3 pts. respectivamente). Este riesgo, junto al político, aumentó significativamente luego de que el presidente electo Lula Da Silva impulsó una reforma constitucional para que el financiamiento del programa de transferencia social “Auxilio Brasil” esté fuera de la regla del gasto fiscal (“Techo de gasto”), aumentando el riesgo fiscal dado el elevado nivel de deuda del país, junto con el nombramiento de su futuro ministro de finanzas: Fernando Haddad, miembro del Partido de los Trabajadores. Si bien él ha dado discursos tratando de entregar mensajes de moderación sobre la trayectoria del gasto fiscal, el mercado lo considera una figura no amistosa con el mercado y espera medidas concretas. Hasta el momento la reacción del mercado ha sido negativa, con el real brasileño mostrando una depreciación de más de 2% en lo que va de diciembre, y el Bovespa con una caída de ~7.0% en el mismo periodo. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U  *fwd.* y precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos - y atractivos con respecto a la región en el caso de la primera. En base a lo anterior, con atractivas valorizaciones, pero contrastado con creciente riesgo fiscal y político que afectan las expectativas de la actividad, se decide **neutralizar la exposición a acciones brasileñas**.

En el caso de **México**, la actividad económica vuelve a sorprender positivamente al mercado tras crecer 5.2% interanual en septiembre, mientras que el mercado laboral sigue mostrando robustez con la tasa de desempleo de octubre en 3.3%. Por su parte, la inflación de noviembre mantuvo la tendencia de desaceleración bajando a 7.8% en doce meses, pero dado el elevado nivel de inflación Banxico elevó la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 10.5% y se espera que en la próxima reunión de febrero realice una última alza de igual magnitud, manteniéndose la tasa en 11% hasta el 4to trimestre de 2023. Además, el peso mexicano se apreció 2.8% en noviembre, mientras que hubo relevantes entradas de flujos a fondos e ETFs por ~3.2% del total de activos gestionados en el mismo mes. A su vez, dada la tendencia de desglobalización el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica). Se estima que esto le agregaría entre 1.0 y 2.5 puntos porcentuales adicionales de crecimiento económico, debido a que las exportaciones manufactureras corresponden al ~40% del PIB. Asimismo, este fenómeno ya se presenta en el país considerando que la inversión extranjera directa acumula más de USD 32,000 millones hasta septiembre de este año, superando el monto total de 2021. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio en términos absolutos. En base a lo anterior, con buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural que se está materializando y valorizaciones atractivas, se decide **augmentar la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, tras 3 meses de negociaciones entre los partidos políticos se llegó a un acuerdo moderado en torno al mecanismo para escribir una nueva constitución. La nueva propuesta la redactará un consejo constitucional compuesto por 50 integrantes elegidos popularmente que se basarán en el anteproyecto escrito por la comisión de expertos designados por el Congreso, en el cual incluirán las 12 bases constitucionales acordadas previamente. A su vez, existirá un comité técnico de admisibilidad que supervisará el cumplimiento de éstos y podrá emitir dictamen ante solicitudes del consejo constitucional o de la comisión experta. Finalmente, la propuesta se ratificará en un plebiscito con voto obligatorio el próximo 26 de noviembre. En el lado económico, se profundiza la contracción de la actividad con el IMACEC de octubre (-1.2% interanual), siendo otra vez mejor a lo esperado, por lo que el Banco Central de Chile (BCCh) corrigió al alza el crecimiento de este año (hasta 2.4%). La inflación de noviembre sorprendió al alza (13.3% en doce meses), pero no alteraría la trayectoria esperada por el BCCh respecto de la lenta convergencia de regreso a la meta, proyectada para 2024, con lo que la autoridad monetaria mantuvo la tasa de política monetaria en 11.25% en su reunión de diciembre. Por su parte, el precio del cobre subió 11.3% en noviembre, lo que benefició al peso chileno con una apreciación de 5.5% en el mismo mes. Respecto a valorizaciones, las razones P/U  *fwd.* y P/VL

permanecen en niveles atractivos ubicándose bajo su promedio de 5 años, en términos absolutos y relativos a la región – la primera por más de 2 desviaciones estándar-. Ante un contexto de menor incertidumbre local y mejora en la actividad económica de este año, se decide **una exposición neutral en acciones chilenas**.

En el caso de **Colombia**, la actividad económica de septiembre creció 4.2% interanual, bajo lo esperado por el mercado, comenzando a desacelerarse, pero hacia una normalización de la actividad para que en 2023 se regrese a tasas de crecimiento sostenible (2.2% proyectado por el FMI). Por su parte, continúan las presiones inflacionarias, llegando en noviembre a un aumento en el nivel de precios de 12.5% en doce meses, por lo que el Banco de la República realizó la última alza en la tasa de referencia, 100 pbs. hasta 12%. Por el lado del comercio internacional, las exportaciones de octubre crecieron 10.9% interanual, impulsado por las exportaciones de combustibles y productos de las industrias extractivas, mientras que el precio del petróleo (Brent) -principal exportación del país- disminuyó su valor 7.2% en noviembre. En el plano político, se mantiene elevada incertidumbre dado que el gobierno trabaja para enviar como proyecto al Congreso la reforma previsional y laboral, junto a una reforma política relacionada al sistema electoral. Por otra parte, el peso colombiano se apreció 2.1% en noviembre, pero favorecido de la depreciación del dólar, aun siendo la moneda de peor desempeño en la región (-15.5% en lo que va del año) afectado por su posición vulnerable ante el alto déficit de cuenta corriente (7.2% del PIB al 3er trimestre de este año). Respecto a valorizaciones, permanecen en niveles atractivos, transando bajo su promedio. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas y buenos niveles de actividad, pero con una economía que se desacelera e incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal, se decide **mantener neutral la exposición en acciones colombianas**.

La economía del **Perú** sigue desacelerándose, con el PIB del tercer trimestre creciendo 1.7% en doce meses. Por su parte, la inflación deja atrás la desaceleración de los meses previos, subiendo en noviembre hasta 8.5% interanual. Ante esto, el Banco de la Reserva volvió a elevar en 25 pbs. la tasa de referencia hasta 7.5% y se espera una última alza de igual magnitud en la próxima reunión de política monetaria de enero. En comercio internacional, las exportaciones cayeron 7% en doce meses, explicado principalmente por menor producción minera, aunque el precio del cobre – principal exportación- subió 11.3% en noviembre. Por otra parte, se agudizó la crisis política luego de que el expresidente Pedro Castillo disolvió el Congreso, realizando un golpe de estado, pero que no contó con apoyo político ni de fuerzas armadas. Ante esto, el Congreso convocó a pleno y votó por la tercera moción de vacancia contra Pedro Castillo, cuyo resultado fue la salida del presidente y que la exvicepresidenta, Dina Boluarte quedara como actual mandataria, siendo la primera presidenta del país. La nueva mandataria nombró un gabinete tecnócrata y envió un proyecto para adelantar elecciones presidenciales y legislativas a diciembre de 2023 para finalizar el mandato en abril de 2024, pero esto fue rechazado por el congreso y quedará pendiente la discusión para determinar la fecha de las elecciones. Hasta las próximas elecciones la presidenta se verá obligada a negociar con el Congreso dado que asumió el poder con una bancada incluso más débil que la de su predecesor. A su vez, el país ha comenzado a sumirse en una ola de protestas en las regiones de la sierra a favor de Castillo, y pidiendo la disolución del Congreso, lo que mantiene al país en vilo con hechos de violencia que van en aumento. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U  *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio en términos absolutos. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con una crisis política que genera problemas de gobernabilidad y elevan el riesgo del país afectando la inversión, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas**.

La economía **argentina** también se desacelera, con la producción industrial de octubre contrayéndose 1.1% respecto a septiembre. Por su parte, la inflación persiste con una tendencia al alza llegando en noviembre a 92% en doce meses, y avanzando 4.9% en términos mensuales, implicando una desaceleración, pero explicada por factores temporales como el programa de Precios Justos (mantiene fijo el precio de 2,000 productos y tiene límite de 4% al aumento en el precio de 30,000 productos), que a largo plazo incrementa la presión en el espiral inflacionario. De esta forma, se estima que este año termine en 95% y que en 2023 esté sobre 100%. En comercio internacional, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- subió 4.4% en noviembre. Asimismo, se creó una nueva versión del dólar soja utilizado en septiembre (tipo de cambio mayor al oficial), que beneficiarán a las exportaciones de la materia prima y mejorará la acumulación de reservas, generando que sea probable que el Banco Central logre cumplir con la meta de reservas al cuarto trimestre de este año con el FMI. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

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

Tras la sucesiva publicación de datos económicos negativos que decepcionaron al mercado, las autoridades chinas decidieron cambiar el rumbo de la política para apoyar la actividad de manera eficaz. Así, en medio de protestas, se han anunciado una serie de medidas que han impulsado al mercado accionario. La primera semana de diciembre, la Comisión Nacional de Salud publicó un instructivo con diez medidas que incluían la posibilidad de hacer cuarentena en sus hogares para casos positivos y contactos estrechos, deja de ser necesario una prueba negativa para el ingreso a ciertos lugares públicos y el aumento de la vacunación en la población de mayor edad, entre otros. Esto también se dio a conocer posterior a una reunión que realizó el Politburó, cuyo comunicado destacaba la importancia de una política monetaria y fiscal que apoyaran a la actividad económica. A su vez, este comunicado no contenía por primera vez las palabras “cero COVID”, ni tampoco en su versión dinámica, dando a entender el cambio de foco en la política sanitaria desde eliminar los casos positivos de raíz hacia controlar los brotes. En este contexto, altos personeros del gobierno estarían discutiendo la meta de crecimiento para 2023, apuntando a un 5%.

Si bien en la última reunión de política monetaria el Banco Central decidió mantener las tasas de préstamos de 1 y 5 años en 3.65% y 4.3% respectivamente, el bajo registro de inflación de noviembre (1.6% anual) podría apoyar eventuales recortes futuros que den soporte a la actividad. Esto, en un contexto en que el PMI manufacturero y de servicios se mantuvieron en terreno contractivo en noviembre, este último profundizando sus caídas. A su vez, los datos de comercio exterior mostraron las mayores contracciones desde el comienzo de la pandemia.

La bolsa tuvo un *rally* durante noviembre, pero aun cayendo más de 20% en el año. Las valorizaciones continúan luciendo atractivas en términos históricos, comparando con los últimos 5 años y las expectativas de utilidades comienzan a corregirse al alza para este año, y continúan haciéndolo para el próximo, mientras que se observa una entrada neta de flujos al principal ETF. Así, como una decisión táctica, se decide llevar a **China a OW**.

## **Asia Emergente ex China: Se reduce levemente el UW**

En noviembre, los mercados de Asia Emergente mostraron retornos positivos de dos dígitos, impulsados por las mejores perspectivas en China. La inflación comienza a ceder, y parece haber llegado al *peak* en algunas de estas economías, apoyada por una política monetaria que continúa con el ciclo de ajustes. Las mejores perspectivas para China le entregan soporte al precio de *commodities*, lo que nos lleva a favorecer estos países, junto con aquellos cuya actividad se define en un alto porcentaje por el desempeño doméstico y con positivas perspectivas. En este contexto, **se decide reducir levemente la subexposición en Asia EM ex China**.

El mercado accionario de **India** registró rentabilidad positiva en noviembre, aunque por debajo de sus pares emergentes, continuando con este comportamiento menos volátil y defensivo. Los PMIs de manufactura y servicios continúan en terreno de amplia expansión en noviembre y se aceleran con respecto a octubre, impulsados por la resiliente actividad doméstica e inversiones extranjeras. En su reunión de diciembre, el Banco de la Reserva volvió a elevar su tasa de política monetaria hasta 6.25%, con una inflación que en noviembre sigue cediendo y entra al rango de tolerancia (2% a 6%) por primera vez en el año. El PIB del tercer trimestre creció a una tasa de 6.3% interanual, sorprendiendo al mercado e impulsado por la inversión y el consumo. A su vez, India cuenta con un soporte estructural, ubicándose dentro de los países con un mayor crecimiento económico proyectado hacia 2023 según el FMI, producto de su resiliente actividad doméstica. También, este país se ve apoyado por la tendencia de desglobalización que se está observando a nivel global, particularmente con el *outsourcing* de tecnologías de la información, como el desarrollo de software. Si bien sus valorizaciones lucen relativamente caras con respecto a su historia, al ajustar la razón P/U  *fwd*. por la tasa del bono soberano a 10 años, dicha métrica se encuentra levemente bajo su promedio de 3 años. **Dado lo anterior, se decide mantener el OW en acciones indias**.

**Corea del Sur** se mantiene con perspectivas menos positivas que sus pares, con una primera mitad de 2023 en la que continuará la contracción tanto monetaria como fiscal, en conjunto con exportaciones que caerían en términos interanuales. Si bien la inflación comenzó a desacelerarse en noviembre, avanzando 5% anual, el Banco Central mantiene su sesgo contractivo y aún quedarían pendientes alzas de tasas, lo que presiona aún más la actividad económica. El PMI manufacturero de noviembre se ubicó en 49 pts., acercándose levemente a terreno neutral pero aun sugiriendo contracción en la actividad sectorial. Con el positivo desempeño de la bolsa, las valorizaciones lucen

menos atractivas y transan en torno a media desviación estándar bajo sus promedios de cinco años (P/U *fwd.* y P/VL). En el último mes, las perspectivas de utilidad comenzaron a corregirse al alza y se observa una entrada neta de flujos al ETF más representativo. En particular, el sector de semiconductores debiera presentar mejores perspectivas hacia la segunda mitad del próximo año, por lo que se decide comenzar a cerrar la brecha de subexposición con Corea del Sur, **reduciendo levemente el UW en acciones surcoreanas.**

Por el lado de **Taiwán**, la actividad económica continúa deteriorada y el PMI manufacturero de noviembre (41.6 pts.) muestra recortes de inventarios no observados desde febrero de 2009. Las exportaciones e importaciones de noviembre retrocedieron 13.1% y 8.6% interanual, la caída en exportaciones más pronunciada en casi 7 años y la tercera consecutiva. Por el lado de los productos electrónicos y los semiconductores en específico, las exportaciones retrocedieron ~5% y 3.4% en doce meses. Si bien la empresa *Taiwan Semiconductors* (TSMC) anunció la construcción de una planta en el estado de Arizona, EE.UU., para verse menos afectada ante eventual implementación de más restricciones al comercio o la materialización de tensiones geopolíticas, el sector continúa con perspectivas negativas y Taiwán está sujeto a más incertidumbre que sus pares. La inflación de Taiwán se ubicó en 2.4% anual en noviembre, desacelerándose y sin mayores presiones (registro subyacente 2.9% en doce meses). En esta línea, el Banco Central decidió aumentar su tasa de referencia en la reunión de diciembre en 12.5 pbs., hasta 1.75%. Sus valorizaciones siguen luciendo baratas con respecto a su historia, pero al ajustarlas por la tasa de bonos soberanos a 10 años, pasan a transar con menor descuento. Por su parte, las perspectivas de utilidad comienzan a corregirse al alza para este y el próximo año. Con lo anterior, **se decide mantener el UW que se traía en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, **Indonesia** mantuvo su comportamiento defensivo y exhibió un desempeño más acotado que el resto de la región en noviembre. El *momentum* continúa positivo, aunque se desaceleró en noviembre, con el PMI de manufacturas ubicándose en 50.3 pts. La inflación sigue cediendo y mostró una variación anual de 5.4% en noviembre, mientras que el Banco Central aumentó nuevamente la tasa de referencia en 75 pbs., hasta 5.25%, reiterando su compromiso con controlar la inflación. La proyección de crecimiento de 2023 se encuentra dentro de las mayores dentro de las economías emergentes, impulsada por la resiliencia de la economía doméstica. Las valorizaciones (P/U *fwd.*) transan más de una desviación estándar bajo su promedio de cinco años y se observa entrada neta de flujos al principal ETF del país. Por el lado de **Tailandia**, el PMI manufacturero se mantuvo en terreno expansivo en noviembre y con el positivo desempeño del mercado las valorizaciones transan con menos descuento, junto con salidas netas del ETF más representativo. Con todo lo anterior, se decide **mantener la sobreexposición en Indonesia y el neutral en Tailandia.**

## EMEA: Se mantiene neutral

En noviembre, los mercados de EMEA rentaron positivos, con excepción de Arabia Saudita, en línea con las caídas en los precios del petróleo. Sin embargo, la flexibilización de la política sanitaria en China, entregaría soporte al precio del crudo, que se mantendría en niveles sobre USD 60 el barril, con lo que los márgenes de los productores de petróleo continuarían favorables. A su vez, los anuncios desde Rusia respecto de recortar los envíos hacia occidente le entregan un soporte adicional a las *commodities*, pero a la vez añaden incertidumbre a economías más cercanas al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Lo anterior, nos lleva a **mantener la exposición neutral a EMEA.**

El PMI manufacturero de la **economía sudafricana** de noviembre pasó a terreno expansivo y se ubicó en 50.6 pts. Las valorizaciones lucen atractivas en perspectiva histórica y las utilidades esperadas comienzan a corregirse levemente al alza, pero las proyecciones de crecimiento se mantienen acotadas para el próximo año y el subsiguiente, lo que nos lleva a mantener **subexposición en acciones sudafricanas.**

La **economía turca** ha seguido perdiendo *momentum* y el PMI manufacturero de noviembre siguió profundizándose en terreno contractivo, ubicándose en 45.7 pts. En noviembre, la inflación se desaceleró luego de alcanzar un máximo de 24 años, hasta 84.4%. El Banco Central continúa recortando las tasas y durante el mes pasado lo hizo en 150 pbs. adicionales hasta 9.0%. En 2023 se realizarán elecciones generales y presidenciales en Turquía, lo que podría entregar perspectivas más favorables en caso de salir electo algún candidato más *market friendly*. Sin embargo, esto no se observaría hasta el segundo semestre del próximo año, por lo que, a pesar de las descontadas valorizaciones, se decide mantener **la subexposición en acciones turcas.**

**Se mantiene el neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría).** El *momentum* económico continúa deteriorado, en particular para Polonia y República Checa. Aun cuando las valorizaciones transan bajo sus promedios históricos, estos países enfrentan altas presiones inflacionarias con salidas netas de flujos de los principales ETFs.

Con respecto a la economía **saudí**, el PMI manufacturero de noviembre se acelera hasta ubicarse en 58.5 pts. Sin embargo, el desempeño del mercado fue negativo, en línea con su correlación con el precio del petróleo. Al igual que en meses anteriores, este país no enfrenta presiones inflacionarias y destaca su salud fiscal y externa. Por el lado de las valorizaciones, la razón P/U *fwd.* transa con descuento histórico, con más de una desviación estándar de descuento con respecto al promedio de 5 y 10 años. Como se mencionó anteriormente, si bien la desaceleración global tendría un impacto negativo en los precios del petróleo, la mejor actividad económica de China frenaría parcialmente la caída, entregándole soporte. Dado esto, se decide **mantener la sobreexposición a Arabia Saudita.**

## Renta Fija

Como se comentó al inicio del documento, el año 2022 estuvo marcado por la caída de los precios de activos globales tanto en renta variable como renta fija, convirtiéndose en el único año en la historia en donde tanto el S&P 500 y el bono del tesoro de 10 años cayeron más de dos dígitos, dificultando encontrar posiciones de refugio frente a la inflación. Sin embargo, luego de más de una década de tasas en niveles mínimos, los ajustes monetarios y las alzas de tasas alrededor del mundo han generado un aumento sustancial en los *yields* de los activos de renta fija impulsando significativamente su retorno potencial para el próximo año. Por ejemplo, hace un año los bonos *High Yield* norteamericanos ofrecían un rendimiento de 4.2%, mientras que hoy bonos de mayor calidad como el *Investment Grade* norteamericano ofrecen un retorno superior a 5%. De esta manera para el año 2023 regresa el atractivo de la renta fija como generadora de ingresos corrientes y como una posible fuente de des correlación frente al mercado accionario durante el próximo año beneficiándose de las bajas de tasas de interés. Es así como el próximo año, tanto el *pivot* de la Reserva Federal como la recesión en Estados Unidos tomarán un rol central en el mercado de renta fija, al ser los dos principales sucesos afectando las tasas.

### **US Treasuries: neutral en bonos nominales y se reduce la exposición en TIPS llevándolo a *underweight***

Tras dos meses consecutivos de inflación que sorprende a la baja y con las tasas operando a la baja, el Fed volvió a retomar su postura *hawkish* durante la reunión de política monetaria de diciembre, reafirmando su compromiso de continuar con el ajuste monetario hasta que la política monetaria muestre señales de ser lo suficientemente contractiva, en busca de alcanzar su meta del 2%. De esta manera, los miembros del comité reajustaron al alza sus expectativas del nivel de la tasa de referencia para finales de 2023, en torno a un valor de 5.1%, dándole a entender al mercado que no esperan un *pivot* de la política monetaria durante el próximo año. Bajo ese contexto, con datos de inflación de octubre y noviembre impulsando las tasas a la baja, tras el reajuste de expectativas del Fed se espera que estas se mantengan en un nivel elevado por más tiempo. Actualmente la tasa del bono de 10 años se encuentra en torno a 3.6%, mientras que la tasa del bono de 2 años alcanza el 4.25%, por lo que, la curva de rendimientos se mantiene invertida en el tramo 2-10 años. Por el lado de la volatilidad en las tasas, ésta ha disminuido y el índice MOVE -que mide la volatilidad a través de la curva de tasas- se encuentra en 113 pts., muy por debajo del nivel de 160 pts. alcanzado en octubre. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se han reducido el último mes y continúan acercándose al nivel de la inflación meta de 2%, anclando las expectativas a largo plazo. Dado lo anterior, a pesar de la menor volatilidad en la curva de tasas, se decide mantener la posición neutral en *treasuries* ante la gran caída que ya experimentaron las tasas y las expectativas de que se mantengan en un nivel alto por más tiempo. Por otro lado, se reduce la exposición a TIPS llevándolo a *UW*, percibiendo un menor riesgo inflacionario de largo plazo.

### **US Mortgages: se mantiene el *overweight***

A pesar de que el Fed continúa con el ajuste monetario, durante el mes pasado observamos las primeras caídas de tasas tanto en el corto como largo plazo de la curva. Las tasas de los créditos hipotecarios no fueron la excepción y luego de alcanzar un *peak* ~7% comenzaron a caer hasta niveles de 6.3%, generando ganancias de capital. Aunque

se estima que las tasas se mantendrán altas por un tiempo considerando que aun duplican sus niveles del 2021, las perspectivas no son del todo negativas. El sector financiero mantiene su fortaleza corporativa y las finanzas de los hogares se encuentran saludables para enfrentar una posible recesión el próximo año, por su parte el mercado laboral muestra señales mixtas como respuesta al ajuste monetario, pero aún se mantiene resiliente con la inflación cediendo. En este sentido, se decide mantener el *OW* en *US Mortgages* por el atractivo *yield* y alta calidad crediticia.

### ***US Investment Grade: se reduce el overweight***

En el escenario macroeconómico actual, continúa presente el riesgo de una recesión en EE.UU. Sin embargo, con los recientes datos económicos, mejoran las perspectivas para la economía estadounidense y se esperaría una recesión menos profunda durante el próximo año. Por otro lado, si bien el *Investment Grade* estadounidense se ha visto beneficiado por las caídas de tasas del último mes y se mantiene como una opción atractiva en términos de riesgo/retornos, las tasas se mantendrían en niveles elevados por un tiempo y el dólar mostraría menor fortaleza frente a otras monedas, por lo que se reduce el *OW* en *US IG*.

### ***US High Yield: se mantienen el neutral***

Bajo el mismo contexto anterior, con la recesión del próximo año se espera una ampliación de los *spreads* y un aumento acotado de las tasas de default en compañías estadounidenses debido a la fortaleza corporativa que poseen, con balances saludables respecto a ciclos anteriores. Así, se mantiene en neutral la posición en *US High Yield*.

### ***Europe Broad: se reduce el underweight***

En el caso de Europa, continúa en un escenario macroeconómico complejo. Sin embargo, la región se ha mostrado bastante resiliente durante el invierno y sobre las expectativas negativas del mercado. Las mayores temperaturas y los altos niveles de gas almacenados han ayudado a dar alivio de la crisis energética, no obstante, se mantiene la incertidumbre acerca del desarrollo de la guerra entre Rusia y Ucrania, junto a las altas presiones inflacionarias, lo que nos lleva a mantener cautela en la región. Dado lo anterior y a la recuperación del euro frente al dólar, se reduce la subexposición en *Europe Broad*.

### ***Europe High Yield: se mantiene el neutral***

En línea con lo descrito anteriormente, y a pesar de tener un *yield* en niveles altos, el riesgo producto del complejo contexto macroeconómico de la región nos lleva a mantener la posición neutral en *Europe HY*.

### ***Japan Broad: se reduce el underweight***

A pesar de que el índice ofrece un *yield* real más bajo que otros activos del mundo desarrollado, junto con una larga duración, la menor fortaleza del dólar y la reapertura de la economía China han abierto la puerta para la recuperación del yen. Dado esto, se reduce la subexposición en *Japan Broad*.

### ***Deuda Emergente: se disminuye el overweight en bonos corporativos HY y se aumenta exposición a local markets***

En cuanto a la deuda emergente, ofrece un mayor *yield* que el mundo desarrollado a cambio de un mayor riesgo de crédito. No obstante, el nivel de riesgo se mantiene relativamente bajo con tasas de *default* esperadas acotadas y en línea con sus promedios históricos. De esta manera el mundo emergente se posiciona como una de las alternativas más atractivas dentro de la de la renta fija. En ese sentido, se favorece la deuda corporativa emergente tanto *High Yield* como *Investment Grade*, especialmente en Latinoamérica, región que presenta una menor exposición a los conflictos geopolíticos, se encuentra más avanzada en el ciclo de ajuste monetario que el mundo desarrollado y las compañías cuentan con buena salud corporativa y bajos niveles de apalancamiento. La deuda soberana emergente en los últimos meses se ha visto beneficiada por las caídas de tasa al tener una mayor duración que otros activos, sin embargo, su menor calidad crediticia en el actual contexto de un escenario recesivo y las perspectivas que las tasas se mantengan altas por más tiempo, la hacen una opción menos atractiva en términos de riesgo/retorno frente a otras alternativas como la deuda corporativa. Por el lado de *local markets*, el dólar sigue mostrando mayor debilidad estos últimos meses y continúa revirtiendo parte del alza acumulada durante el año, lo que nos lleva a tomar una posición favorable a una apreciación de las monedas emergentes. En línea con lo anterior, este mes se decide mantener el *OW* en deuda corporativa *Investment Grade*, se reduce exposición en deuda corporativa *High Yield*, mientras que se aumenta exposición en *local markets*, llevándola a *OW* y se mantiene neutral la deuda soberana.

## Exposición a monedas – diciembre 2022

Monedas	Bench.	Noviembre	Diciembre	OW/UW	Cambio	
USD	41.8%	51.5%	39.2%	UW	-2.7%	-
EUR	17.5%	11.9%	17.5%	N	0.0%	+
GBP	1.5%	1.4%	1.5%	N		+
JPY	6.4%	2.6%	6.4%	N		+
GEMs	33.0%	32.7%	35.6%	OW	2.6%	+
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100.0%</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 neutraliza la subexposición resultante en euro y yen a través de una menor posición en dólar. Esta moneda habría alcanzado un *peak* y junto con la cercanía a un fin de la política monetaria contractiva en EE.UU. empezaría a perder valor.

### Activos Alternativos

Aunque esta clase de activos no está cubierta por el portafolio del TAACo Global, ya que éste se compone de instrumentos/índices líquidos, los activos alternativos constituyen un eficiente complemento a las carteras de inversiones multiactivo-globales. De ahí que anualmente se incluirán en nuestras perspectivas para el año siguiente.

Este año, luego de la tercera peor caída histórica de un portafolio 60% renta variable y 40% renta fija, se demostró la importancia de incluir activos alternativos en una cartera de inversiones. En particular, mientras la renta fija y variable cayeron 15.7% y 20.3% respectivamente – índices Global Agg y MSCI ACWI al 19 de diciembre-, los activos alternativos (*Private Equity* (PE), Crédito Privado, *Real Estate* (RE) e Infraestructura) en promedio tuvieron una rentabilidad de 4.7% al cierre del 2do trimestre de este año. Si bien algunas de estas clases de activos ya se han visto afectadas por el ciclo económico, como lo son *Private Equity* y *Real Estate*, otras se han beneficiado del aumento de tasas de interés y las mega tendencias que serán los motores de la economía los próximos años.

### **Private Equity**

El mercado privado no fue inmune al entorno macroeconómico y la alta volatilidad. En particular, el levantamiento de capital para esta clase de activo cayó 20% respecto al año previo, hasta USD 726 *billion*, la cifra más baja desde el 2016. Por su parte, la actividad también se desaceleró producto de la cautela que tomaron los inversionistas ante el alza de tasas y la elevada inflación. El monto total de transacciones retrocedió 13.3% respecto a 2021 y se ha empezado a ver un ajuste en las valorizaciones, con los múltiplos de entrada EV/EBITDA para las transacciones de la estrategia *buyout* bajando 5% en el año (al 19 de diciembre), cifra que podría profundizar su caída si las tasas de interés siguen al alza. Hacia 2023, se debería ver un deterioro de la actividad en PE a medida que las valorizaciones se ajustan, incrementa el costo de capital y la disminución de la liquidez en la economía desincentiva los *exits*. Pero no todo es negativo, de hecho, este ajuste de valorizaciones llevará a una normalización de la clase de activo a números que conversarán más con los verdaderos fundamentos de las compañías, entrando a múltiplos más atractivos. Por su parte, las mega tendencias, como la transición energética, la desglobalización y la digitalización continuarán dando soporte de largo plazo a PE.

### **Crédito Privado**

Beneficiado del alza de tasas de interés y las restricciones al crédito tradicional, el levantamiento de capital de esta clase de activo logró superar las cifras de 2021, recaudando USD 218 *billion* YTD al 12 de diciembre. La tasa base utilizada para este tipo de préstamos ha tenido un alza de ~350 pbs. en el año, beneficiando a los inversionistas con

un pago más alto de intereses, aunque presiona a los emisores, en especial a los que partieron el año con altos niveles de apalancamiento. En este contexto, si bien las tasas de *default* siguen relativamente bajas (entre 1%-2%), ya muestran una tendencia al alza, riesgo que hay que monitorear. Por otro lado, producto de la retirada de los bancos, el crédito privado ha suplido esta demanda con mejores términos para sus inversionistas, posiciones más altas en la estructura de capital de las empresas y garantías más favorables. Hacia 2023 se continúa viendo atractivo en esta clase de activo, sobre todo por la cobertura que ofrece en un escenario de altas tasas de interés (tasa flotante) y buen desempeño en ciclos económicos recesivos (*downside protection*), aunque la selectividad será clave a medida que continúan deteriorándose las condiciones crediticias de múltiples sectores.

## **Real Estate**

Con las tasas hipotecarias a 30 años sobrepasando el 7%, el mercado inmobiliario se ha visto profundamente afectado. La asequibilidad se encuentra en mínimos desde 1992 y las solicitudes de crédito y refinanciamiento hipotecario en EE.UU. han caído 64% en el año, lo que ha incidido en una baja de 32% en las ventas de viviendas existentes durante 2022. Por su parte, los precios ya comienzan a mostrar una tendencia negativa, con 3 meses de caídas consecutivas a septiembre, aunque en lo que va del año los precios muestran un alza de 6.7%. Post crisis financiera de 2008, el ritmo de construcción se desaceleró, produciendo un déficit de 2 a 4 millones de viviendas en todo EE.UU., el cual se acentuó con la pandemia. Este fenómeno, sumado al alza de tasas, ha impulsado el arriendo de viviendas y el precio de los alquileres. Por otra parte, el comercio electrónico y la digitalización han dado soporte al sector industrial este año, con el precio de los alquileres industriales creciendo 12.3% la primera mitad del año y la vacancia en niveles cercanos a 0%. Hacia 2023, los activos que se benefician de las rentas, tanto industrial como residencial, continuarán con soporte. Las tasas de interés se mantendrán altas por más tiempo y el inventario seguirá ajustado por el alza en los costos de construcción (financiamiento y materiales).

## **Infraestructura**

Este año el levantamiento de capital superó todas las marcas históricas, recaudando USD 160 *billion*, 22% más que en 2021. El impulso proviene principalmente del esfuerzo que se está realizando a nivel mundial por migrar a una economía neta de emisiones. En este sentido, según el *World Economic Forum*, a 2040 el mundo enfrentaría un déficit de USD 15 *trillion* en infraestructura, siendo el sector energético el más rezagado, lo que demuestra la necesidad imperante de invertir en la clase de activo. Hacia 2023 y en adelante, la inversión en infraestructura se ve atractiva y con soporte estructural de largo plazo fundamentado por la transición energética, la digitalización y la descentralización. Además, estos activos han demostrado en su historia rentabilidades poco volátiles y resilientes a ciclos económicos, proporcionando además un ingreso estable de largo plazo y cobertura contra la inflación.



## Resultados TAACo Global – noviembre 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%	48%	-2%	10.1%	5.0%	4.5%	-4.6	-34.7
Renta Fija	50%	50%	0%	5.5%	2.7%	2.6%	0.0	-11.2
Caja	0%	2%	2%	0.3%	0.0%	0.0%	-14.9	
Oro	0%	0%	0%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>7.77%</b>	<b>7.12%</b>	<b>-19.5</b>	<b>-45.9</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.1%	10.5%	-2.6%	11.5%	1.50%	1.20%	-3.7	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.0%	-1.4%	10.5%	0.15%	0.00%	-0.6	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	10.4%	0.30%	0.30%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	16.3%	2.0%	4.3%	0.62%	0.71%	-11.4	
US Large Cap Value	15.7%	18.5%	2.8%	5.8%	0.91%	1.07%	-11.9	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	4.0%	0.16%	0.20%	-6.1	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	9.6%	0.46%	0.17%	1.2	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.3%</b>	<b>55.1%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>4.10%</b>	<b>3.66%</b>	<b>-32.4</b>	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	-0.8%	-0.03%	-0.06%	-34.8	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	-5.0%	-0.04%	-0.04%	0.0	
China	11.8%	11.8%	0.0%	29.7%	3.51%	3.51%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	12.6%	2.08%	1.83%	-5.1	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	11.9%	0.47%	0.47%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	0.0%	-0.7%	-0.04%	-0.04%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>43.7%</b>	<b>44.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>13.6%</b>	<b>5.95%</b>	<b>5.67%</b>	<b>-39.9</b>	
<b>Equities</b>					<b>10.05%</b>	<b>9.33%</b>	<b>-72.3</b>	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	2.7%	0.30%	0.30%	0.0	
US TIPS	1.4%	1.5%	0.1%	1.8%	0.03%	0.03%	-0.4	
US Mortgages	7.9%	9.5%	1.6%	4.1%	0.32%	0.39%	-2.3	
US Corps	7.1%	10.5%	3.4%	5.2%	0.37%	0.54%	-1.1	
US High Yield	1.7%	1.7%	0.0%	2.2%	0.04%	0.04%	0.0	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	7.8%	1.54%	1.02%	-15.8	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	9.0%	0.06%	0.06%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	7.2%	0.57%	0.24%	-7.7	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>51.6%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.23%</b>	<b>2.62%</b>	<b>-27.1</b>	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	0.0%	6.0%	0.25%	0.25%	0.0	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	8.3%	0.50%	0.50%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	2.9%	4.3%	0.16%	0.28%	-3.3	
EM Corporate HY	6.4%	9.6%	3.2%	8.0%	0.51%	0.77%	8.1	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	3.8%	0.85%	0.85%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>48.4%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.64%</b>	<b>4.8</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>5.49%</b>	<b>5.27%</b>	<b>-22.3</b>	

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

En noviembre la cartera TAACo Global registró una ganancia de 7.1%, 65 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis* (i) la subexposición en renta variable restó valor, por un mejor desempeño relativo a bonos y (ii) la selección de instrumentos generó pérdidas principalmente en acciones por la sobre exposición a acciones latinoamericanas y *US Large Cap Value* y *Growth*. En renta fija, la selectividad nos restó valor por la posición corta en bonos europeos.

## Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
<b>TAACo</b>	<b>7.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>10.1%</b>
Benchmark	7.8%	0.9%	-16.4%	-14.9%	-0.6%	0.5%	2.4%	4.6%	9.8%
<b>Out/Under perf. (bps)</b>	<b>-65</b>	<b>-13</b>	<b>247</b>	<b>287</b>	<b>129</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>189</b>	
<b>Acciones</b>	<b>9.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-17.0%</b>	<b>-14.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.4%</b>	<b>14.8%</b>
Benchmark	10.1%	2.0%	-17.6%	-14.9%	2.6%	1.9%	4.7%	3.7%	14.7%
Europe ex UK	11.5%	9.3%	-19.8%	-14.7%	0.9%	0.1%	3.3%	3.0%	19.5%
Europe Small Cap ex UK	10.5%	4.1%	-28.4%	-25.0%	1.0%	-0.5%	6.5%	9.2%	23.3%
UK	10.4%	6.3%	-8.0%	-1.5%	-1.6%	-2.0%	-0.7%	0.1%	19.0%
US Large Cap Growth	4.3%	-2.6%	-26.8%	-26.0%	10.9%	12.3%	13.8%	--	21.4%
US Large Cap Value	5.8%	8.2%	-3.6%	3.0%	6.0%	5.4%	8.2%	5.4%	17.6%
US Small Caps	4.0%	3.6%	-13.1%	-10.3%	7.2%	6.0%	9.8%	11.0%	22.9%
Japan	9.6%	0.3%	-18.6%	-17.2%	-2.4%	-1.7%	4.1%	1.5%	15.6%
<b>Desarrollados</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-14.5%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>8.3%</b>	<b>18.0%</b>
LatAm	-0.8%	5.0%	4.9%	9.6%	-5.6%	-3.9%	-4.6%	5.6%	30.7%
LatAm Small Cap	-5.0%	-1.2%	-3.9%	2.7%	-7.8%	-4.2%	-6.6%	7.9%	33.3%
China	29.7%	-7.8%	-25.8%	-28.1%	-6.6%	-5.1%	2.4%	10.2%	26.0%
EM Asia ex China	12.6%	0.3%	-16.7%	-12.6%	7.9%	4.4%	5.6%	--	19.9%
EM Asia Small Cap	11.9%	-3.0%	-22.4%	-19.5%	7.7%	0.4%	3.1%	9.1%	20.5%
EM Europe and Middle East	-0.7%	-3.8%	-35.2%	-34.3%	-10.0%	-6.1%	-6.5%	1.5%	21.3%
<b>Emergentes</b>	<b>14.8%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-19.0%</b>	<b>-17.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b>18.9%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>5.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-14.7%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.1%</b>
Benchmark	5.5%	-0.5%	-15.4%	-15.2%	-4.1%	-1.4%	-0.1%	4.6%	6.1%
US Govt Agencies	2.7%	-2.2%	-12.0%	-12.5%	-2.6%	0.1%	0.6%	4.4%	5.1%
US TIPS	1.8%	-3.7%	-10.9%	-10.7%	1.7%	2.5%	1.2%	6.1%	5.8%
US Mortgages	4.1%	-2.6%	-11.4%	-11.5%	-3.0%	-0.4%	0.8%	4.5%	4.8%
US Corps	5.2%	-1.4%	-15.4%	-15.5%	-2.6%	0.7%	2.0%	6.2%	7.9%
US High Yield	2.2%	0.7%	-10.6%	-9.0%	0.9%	2.5%	4.3%	9.1%	9.1%
Europe Broad	7.8%	2.2%	-21.3%	-22.1%	-6.6%	-4.3%	-1.1%	5.5%	5.3%
Europe High Yield	9.0%	4.6%	-17.9%	-16.9%	-3.2%	-2.1%	1.5%	9.6%	9.3%
Japan Broad	7.2%	-1.0%	-20.0%	-21.5%	-9.1%	-4.5%	-4.3%	0.4%	8.7%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>5.1%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-15.5%</b>	<b>-15.7%</b>	<b>-3.6%</b>				
EM Sovereign IG	6.0%	-1.8%	-18.5%	-17.8%	-4.4%	-0.2%	1.3%	7.8%	9.1%
EM Sovereign HY	8.3%	4.0%	-14.1%	-12.2%	-3.8%	-2.3%	1.1%	9.6%	14.5%
EM Corporate IG	4.3%	-1.8%	-14.8%	-14.7%	-2.8%	0.4%	1.9%	--	6.1%
EM Corporate HY	8.0%	-0.2%	-16.3%	-15.8%	-3.8%	-0.2%	3.0%	--	10.5%
EM Local Markets	3.8%	-1.6%	-11.0%	-9.9%	-3.3%	-1.2%	-1.2%	--	10.9%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>5.5%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-3.7%</b>				
<b>Caja</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.3%</b>
<b>Oro</b>	<b>7.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.4%</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>15.9x</b>	<b>14.9x</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.9x</b>	<b>2.2x</b>	<b>11%</b>	<b>5%</b>	<b>17%</b>	<b>1.4</b>
US	17.8x	16.1x	2.0%	4.1x	2.9x	15%	6%	26%	1.2
Europe	12.7x	13.0x	4.0%	2.0x	1.7x	13%	1%	13%	1.0
Japan	13.8x	14.6x	3.0%	1.4x	1.3x	-8%	2%	9%	-1.7
<b>EM</b>	<b>11.6x</b>	<b>11.4x</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.7x</b>	<b>1.7x</b>	<b>-9%</b>	<b>1%</b>	<b>12%</b>	<b>-1.3</b>
EM Asia	12.5x	12.1x	3.0%	1.7x	1.8x	-9%	3%	11%	-1.4
CEEMEA	10.6x	9.2x	4.0%	1.9x	1.5x	-34%	4%	24%	-0.3
LatAm	7.8x	11.9x	8.0%	1.6x	1.9x	19%	-14%	20%	0.4
China	10.5x	11.4x	3.0%	1.4x	1.9x	-7%	14%	11%	-1.5
S.Korea	10.9x	9.7x	3.0%	1.0x	1.2x	-14%	-13%	8%	-0.8
Taiwan	12.5x	14.4x	4.0%	2.4x	1.9x	-5%	-12%	20%	-2.5
India	22.6x	17.0x	1.0%	3.9x	3.1x	1%	23%	14%	22.6
Indonesia	14.5x	14.1x	4.0%	2.7x	3.2x	19%	4%	18%	0.8
Malaysia	14.5x	14.8x	4.0%	1.6x	1.9x	-2%	13%	11%	-7.3
Thailand	18.8x	13.5x	3.0%	2.2x	2.0x	1%	9%	10%	18.8
Philippines	15.6x	16.2x	2.0%	1.9x	2.5x	16%	19%	10%	1.0
S.Africa	9.6x	12.2x	5.0%	1.9x	2.3x	0%	13%	19%	-
Turkey	5.7x	8.0x	6.0%	1.8x	1.4x	113%	-16%	24%	0.1
Poland	7.7x	11.4x	5.0%	1.0x	1.3x	3%	-21%	12%	2.6
Czech R.	8.3x	12.2x	9.0%	2.2x	1.7x	163%	-21%	20%	0.1
Saudi	14.4x	14.4x	3.0%	2.4x	2.1x	20%	7%	30%	0.7
UAE	12.3x	11.6x	4.0%	1.9x	1.4x	-4%	6%	14%	-3.1
Brazil	6.5x	10.7x	8.0%	1.5x	1.8x	10%	-17%	24%	0.7
Mexico	13.2x	15.0x	4.0%	2.1x	2.5x	25%	7%	19%	0.5
Chile	8.4x	15.1x	20.0%	1.5x	1.9x	105%	-22%	15%	0.1
Colombia	5.8x	13.0x	15.0%	1.2x	1.5x	32%	-8%	27%	0.2
Peru	11.7x	12.5x	4.0%	2.0x	2.8x	16%	5%	17%	0.7

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