

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Dic	3 meses	YTD	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-0.5%	7.7%	-14.4%	-0.6%	1.0%	3.1%	6.4%	10.1%
Benchmark	-0.9%	8.1%	-17.1%	-1.9%	0.0%	2.2%	4.5%	9.7%
Out/Underperformance (bps)	35	-34	274	130	100	95	191	
Acciones	-2.9%	9.9%	-19.5%	0.3%	1.0%	4.3%	4.2%	14.8%
Benchmark	-2.7%	10.5%	-19.8%	0.1%	0.9%	4.1%	3.5%	14.7%
Renta Fija	0.9%	5.2%	-13.9%	-3.7%	-0.9%	0.4%	5.5%	6.1%
Benchmark	0.9%	5.5%	-14.6%	-4.3%	-1.3%	0.0%	4.6%	6.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	3.4%	8.5%	0.4%	6.2%	7.0%	0.9%	12.8%	13.5%

Resultados al 31 de diciembre de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Una complicada normalización	1
Asignación de activos	3
Resultados	13
Desempeño.....	14
Valorizaciones.....	15

Una complicada normalización

Dejamos atrás un año de alta inflación, alzas en las tasas de interés, tensiones geopolíticas, guerra, y China atrapada en la política cero COVID. Los mercados globales registraron un desempeño históricamente inédito: sólo tres veces antes habían caído simultáneamente las acciones y los bonos en el mismo año y nunca habían bajado ambos en porcentajes de dos dígitos.

La versión del mes pasado de este documento fue nuestro Outlook 2023 en el que analizamos los temas que identificamos como determinantes para el desempeño de los mercados este año: (i) la trayectoria de la política monetaria en Estados Unidos y hasta cuándo seguirá el Fed subiendo las tasas de interés; (ii) el fin de la política cero COVID en China; (iii) la desglobalización o regionalismo; y la (iv) transición energética.

El mundo se encamina hacia una (nueva) normalización luego de tres años de *shocks* y convulsión en el marco de una acelerada revolución digital o cuarta revolución industrial. Cíclicamente, la economía mundial pasa por alzas de tasas de interés y retiro de liquidez para hacer frente a la inflación y enfriar las economías sobrecalentadas por los estímulos monetarios y fiscales exacerbados por la pandemia, lo que genera desaceleraciones o recesiones. Complicado.

Será clave cuán profunda y larga es la desaceleración/recesión global en cuanto a los efectos que finalmente infringirá a las economías y al sector corporativo. Nuestro escenario base, como lo venimos sosteniendo desde el último trimestre del año pasado, es de desaceleraciones y recesiones poco profundas. Ello se alargaría al menos el primer semestre del año; el riesgo es que se prolongue demasiado (más allá de 2023) y se entre en lo que se llama recesión del crecimiento (*growth recession*), es decir que a pesar de que no hay contracciones relevantes de la actividad, un muy bajo crecimiento termina generando un deterioro significativo en la economía.

Sin embargo, la inflación en Estados Unidos da señales de que comienza a ceder, por efecto base, bajas recientes en los precios de la energía, normalización de las cadenas de suministros y la moderación del consumo. El sector servicios y el empleo han sido resilientes hasta el momento, pero no han seguido acelerándose. Se espera que el Fed suba la tasa de referencia (*Fed Funds Rate*, actualmente en 4.5%) al menos dos veces más en el primer trimestre y en adelante dependerá de la trayectoria de la inflación (actualmente en 7.1% anual, bajando de su *peak* de 9.1% en junio pasado) y que las expectativas se mantengan ancladas para ir convergiendo

Termina un año histórico de caídas inéditas en acciones y bonos

Temas determinantes 2023; trayectoria de tasas EE.UU., fin cero COVID en China, desglobalización y energía

Luego de tres años de *shocks*, la economía mundial se centra en frenar la inflación y el sobrecalentamiento económico

Nuestro escenario base es de desaceleraciones y recesiones poco profundas, que al menos se alargaría el primer semestre del año

Inflación cediendo en EE.UU. y sector servicios y empleo resilientes; Fed subiría la tasa al menos dos veces más en el primer trimestre

gradualmente hasta el objetivo de 2% anual, lo que no se daría, al menos hasta 2024. En este sentido es de esperar que el Fed no comience a bajar tasas de interés hasta no tener convicción que se ha terminado con la inflación; actualmente el mercado espera que ello ocurra a fines de este año.

Los países y regiones están en diferentes etapas del ciclo monetario. El Banco de Inglaterra está más adelantado que Estados Unidos, al igual que muchas economías latinoamericanas que comenzaron el ajuste a fines de 2021. El último en unirse a las alzas de tasas fue el Banco de Japón, que en diciembre sorpresivamente dio un giro en su política de control de la curva de tasas (YCC, *yield curve control*) y subió el límite a la tasa soberana de 10 años (los análisis por países más adelante en este documento).

Por el lado del crecimiento y cuán evitable es una recesión profunda o muy larga, existen factores que evitarían que ello suceda, en la medida que se logre bajar la inflación. Por un lado, el abandono de la política cero COVID de parte de China dará un impulso no sólo a esa economía, sino a la actividad mundial. Actualmente se observa mayor actividad en datos de movilidad de alta frecuencia, pero aún hay temor de la población y alto número de contagios (decreciendo). El año nuevo lunar que celebra China y que este año es a fines de enero será un importante indicador en este sentido.

Por otro lado, este ciclo de desaceleración económica encontró a las personas y al sector corporativo con una buena salud financiera, lo que permite una mayor resiliencia y enfrentarlo de manera menos traumática.

Para comenzar el año se favorece aumentar moderadamente la exposición a acciones relativo a renta fija, con preferencia por acciones rezagadas, de alta calidad y defensivas. Se ve más valor en acciones emergentes que de mercados desarrollados, entre éstas las chinas y latinoamericanas. Dentro de mercados desarrollados, las acciones en Estados Unidos en general no lucen atractivas, salvo selectivamente en estilo *value*.

La renta fija mantiene su atractivo dados los altos rendimientos (*yields*) y en ciertos casos potenciales ganancias de capital por bajas de tasas en el mediano plazo. La curva de rendimientos aún está invertida, lo cual gradualmente debiera revertirse en la medida que avanza el ciclo, por lo cual en cuanto a duración se favorece posicionarse en la parte corta y media en bonos.

Los países están en diferentes etapas del ciclo monetario y Japón fue el último en unirse

El abandono de la política cero COVID en China dará un impulso a la actividad mundial

Buena salud financiera de las personas y sector corporativo

Se aumenta moderadamente la exposición a acciones relativo a renta fija, favoreciendo emergentes

La renta fija mantiene atractivo dado altos rendimientos y potenciales ganancias de capital

Asignación de activos – enero 2023

TAACo Global	Bench.	Diciembre	Enero	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	50%	52%	OW	2%	2.0% +	Se lleva a OW acciones en desmedro de los bonos
Renta Fija	50%	50%	48%	UW	-2%	-2.0% -	
Caja				N			
Oro				N			
Total Cartera							
Europe ex UK	13.1%	10.5%	13.1%	N		2.6% +	Se neutraliza Europa desde UW
Europe Small Cap ex UK	1.4%		1.4%	N		1.4% +	
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N			US: se lleva a UW Large Cap Growth, mientras se mantiene el largo en y Value, y Small Caps
US Large Cap Growth	14.3%	15.3%	12.5%	UW	-1.8%	-2.8% -	
US Large Cap Value	15.7%	17.0%	17.0%	OW	1.3%		
US Small Caps	4.1%	5.1%	5.1%	OW	1.0%		
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%		Se mantiene UW en Japón
Mercados desarrollados	56.3%	52.6%	53.8%	UW	-2.5%	1.2% +	
LatAm	4.1%	7.3%	6.1%	OW	2.0%	-1.2% -	Se reduce el OW Latam
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%		
China	11.8%	12.8%	12.8%	OW	1.0%		Se mantiene OW China y se neutraliza Asia EM
EM Asia ex China	16.5%	15.0%	16.5%	N		1.5% +	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N			
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	5.1%	UW	-1.5%	-1.5% -	Se lleva EMEA a UW
Mercados emergentes	43.7%	47.4%	46.2%	OW	2.5%	-1.2% -	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
US Govt Agencies	24.1%	11.3%	24.1%	N			Neutral Treasuries con posicionamiento defensivo ante un empinamiento de la curva
US Treasury 5Y	6.5%		7.0%	OW	0.5%		
US Treasury 10Y	11.2%		11.2%	N			
US Treasury 30Y	6.4%		5.9%	UW	-0.5%		
US TIPS	2.9%	0.4%	0.4%	UW	-2.5%		
Global Corporate IG	26.4%		27.5%	OW	1.1%		Se mantiene UW en TIPS
Global Corporate HY	4.6%		4.6%	N			OW Global IG / Neutral en HY
Deuda desarrollados	58.0%	51.6%	56.6%	UW	-1.4%		
EM Sovereign IG	5.3%	4.1%	2.1%	UW	-3.2%		Se mantiene el OW Emergentes
EM Sovereign HY	5.6%	6.0%	3.0%	UW	-2.6%		
EM Corporate IG	3.9%	6.5%	6.5%	OW	2.6%		UW en soberanos
EM Corporate HY	5.0%	8.1%	8.1%	OW	3.1%		
EM Local Markets	22.2%	23.7%	23.7%	OW	1.5%		OW en corporativos IG, HY y Local Markets
Deuda emergente	42.0%	48.4%	43.4%	OW	1.4%		
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

En el comienzo del año se modifica el *benchmark* de renta fija con el fin de que sea más representativo respecto de las clases de activo invertibles y atractivas para los inversionistas globales/latinoamericanos. De esta forma se abren los bonos del Tesoro americano por duración, se agrupa la deuda corporativa en global *investment grade* y *high yield*, y se eliminan clases de activo que agregan menor valor al análisis económico dado que se cubren en renta variable.

Este mes se aumenta moderadamente la exposición a renta variable desde neutral llevando a *underweight* la renta fija. Se deja la cartera sin exposición a caja ni oro. Luego de un año de fuertes caídas en los precios de todos los activos, el mundo se encamina a una (nueva) normalización que impulsaría acciones más golpeadas. Se sigue favoreciendo aquellas de alta calidad y dentro de las acciones emergentes las de China donde el fin de la política cero COVID llevaría a la reactivación lo que también daría impulso a la economía global este 2023. Las asignaciones en renta fija están sobre ponderadas en bonos corporativos *investment grade* y productos de *spread*, aumentando la exposición a bonos que se favorecen del debilitamiento del dólar.

Renta Variable

Europa ex UK: se neutraliza desde *underweight* el posicionamiento en *Large Cap* y *Small Cap*

La región ha demostrado su resiliencia y la reapertura de China le dará soporte en los meses siguientes. Los datos económicos han comenzado a sorprender al alza, la inflación empieza a dar señales de ceder y la confianza mejora, aunque se mantiene en terreno pesimista, lo peor habría quedado -de momento- atrás.

Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios mejoran en diciembre a pesar que se mantienen bajo 50 pts. (umbral de expansión/contracción económica), mientras la confianza del inversionista Sentix sube por tercer mes consecutivo y la de consumidor por cuarto mes. El consumo se mantiene deprimido -con una base de comparación exigente dada la reapertura del año pasado-, pero las expectativas mejoran.

La crisis energética es una realidad y un gran desafío para la región, lo que llevará a aumentar la inversión en transición y seguridad energética, impulsando las alianzas público-privadas. Lo mismo ocurre con la guerra, que es un riesgo latente, pero que se ha aminorado. A la fecha las reservas energéticas serían suficientes para superar el invierno, lo que en conjunto con esfuerzos para moderar la demanda y diversificar los proveedores han llevado a una caída de los precios de las materias primas a niveles similares a previos a la guerra, entregando un alivio a las finanzas de los hogares, a los gobiernos y a los bancos centrales en la medida que la inflación se modera.

A pesar de ello, el Banco Central Europeo continuará con la política monetaria contractiva en la medida que la inflación se mantenga elevada (9.2% interanual en diciembre, por primera vez de un dígito desde agosto pasado). La autoridad monetaria subió 250 pbs. las tasas de referencia durante 2022 y se espera que pueda subir otros 150 pbs. este año. El ajuste monetario tardío llevará a que las tasas se mantengan altas y subiendo por un tiempo más largo que en otros países.

El sector corporativo si bien parte de balances saludables y ha sido resiliente, se verá afectado. Se estima que las utilidades crezcan 2.2% en 2023, dato que ha sido corregido a la baja en los últimos meses. No obstante, la alta exposición a China en la generación de ingresos dará soporte a las compañías (Morgan Stanley estima que en promedio 8% de las ventas vienen desde China). Por su parte, las acciones europeas se ven baratas respecto de valorizaciones absolutas y relativo de las norteamericanas, sin embargo, la elevada incertidumbre económica nos lleva a mantener cierta cautela y tomar una **posición neutral en acciones europeas**.

Reino Unido: se mantiene asignación en neutral

El gobierno enfrenta una ola de huelgas que está deteriorando las perspectivas económicas. El índice de sorpresa económica pierde *momentum* y la confianza del consumidor está en niveles de pesimismo incluso peores que para la crisis del 2008 y el *peak* de la pandemia. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se mantienen bajo los 50 pts., con el primero en su menor nivel desde mayo de 2020. El Banco de Inglaterra alerta que el PIB se contraería 1.5% este año 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 4.5% durante el primer semestre -expectativa que se corrige a la baja en el último mes ante el temor a lo profunda que puede llegar a ser la recesión-. El ajuste monetario ha continuado presionando al alza las tasas de interés en el último mes, las cuales seguirán subiendo hasta que la inflación dé señales claras de ceder. El aumento de los costos de financiamiento no solo presiona a los hogares a través de mayores costos de adquirir una vivienda y arrendar, sino también a las empresas que frenan sus proyectos de inversión. La generación de empleo pierde fortaleza y la tasa de desempleo aumenta a 3.7% en octubre, aunque los salarios se mantienen al alza -aumentaron 6.1% interanual en octubre-.

El sector corporativo, que se mostró resiliente en 2022, resentirá el menor crecimiento económico este año; se estima que las utilidades se contraigan en torno a 3% -dato que se mantiene estable respecto al mes previo-. A pesar de haber entrado en *bull market* -subidas de más de 20% desde el último piso-, las acciones británicas lucen baratas

respecto de sus pares en Europa continental, transando con un descuento de 17% en la razón precio/utilidad proyectada, a lo que se suma un atractivo *dividend yield* de ~4%. No obstante, la alta inflación, un ajuste monetario que está afectando la actividad, inestabilidad por la crisis energética y política nos llevan a **mantener una posición neutral en este mercado accionario** hasta observar señales de mayor estabilización.

Estados Unidos: Se reduce la posición en acciones *Large Cap Growth* dejándolas en *underweight* mientras se mantiene el *OW* en *Large Cap Value* y *Small Caps*

El ajuste monetario comienza a dar señales de estar enfriando la economía: el consumo se desacelera, las perspectivas se deterioran, el mercado inmobiliario pierde dinamismo y el laboral pierde fortaleza, aunque se siguen generando empleos suficientes como para estimar que la recesión -en caso de haberla-, no sea profunda. De esta forma, junto con una inflación que deja atrás el *peak* y comienza a ceder, se empieza a evaluar un pronto punto de inflexión que lleve, primero a una estabilización de las tasas de interés, y luego, a una reducción de éstas.

Durante diciembre la tasa de desempleo cayó a 3.5% - el menor nivel en cinco décadas- en la medida en que aumentó la participación laboral. Además, se agregaron 223 mil nuevos empleos no agrícolas en la economía, sobre el estimado (200 mil), pero menos que en noviembre (256 mil), mientras los salarios aumentaron 4.6% interanual (4.8% el mes previo), quitando presión a las autoridades del Fed sobre las presiones de los sueldos en la inflación. Esta última sorprendió cayendo más que las expectativas por segundo mes consecutivo en noviembre. La inflación *headline* -o total- continúa a la baja y cayó por quinto mes consecutivo en el penúltimo mes del año, mientras la inflación subyacente cedió hasta 6.0% interanual. La inflación implícita en las curvas de tasas de interés se redujo durante diciembre y converge hacia 2% (*breakevens* de 5 y 10 años se ubican en 2.24% y 2.23% 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, aunque se estima que a un menor ritmo.

En la reunión de política monetaria de diciembre el comité subió 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. No obstante, la disminución del ritmo de alza, el presidente del Fed, Jerome Powell, mantuvo su postura *hawkish* reafirmando su compromiso de continuar con las alzas de tasas hasta que la política monetaria muestre señales de ser lo suficientemente contractiva. A pesar de ello, el mercado parece no creerle al Fed respecto a cuán alta puede llegar la tasa e internaliza un alza de 25 pbs. en febrero y marzo para llevar la *Fed Funds Rate* (FFR) a un *peak* de 5% que se mantendría hasta que las tasas se comiencen a recortar a finales del año.

En el último mes la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro profundizó la inversión en el tramo 2-10 años y las tasas de interés cerraron el año con significativas alzas debido a la estacional falta de liquidez de la época en conjunto con el impulso que generó la flexibilización del control de la curva soberana en Japón. La subida de tasas impactó en forma directa el desempeño accionario, con caídas cercanas a 6% durante diciembre, que supera a pares desarrollados. En el último trimestre del 2022 las acciones estadounidenses se quedaron rezagadas, destacándose la pérdida de las acciones tecnológicas. De esta forma, a pesar de la corrección en valorizaciones, que en términos de razón precio/utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) lucen baratas respecto a promedios de 5 años, en términos relativos a pares aún transan con significativos premios. Así, se opta por disminuir la exposición a acciones de estilo *growth*, que son más sensibles a variaciones en las tasas de interés y que transan con valorizaciones más ajustadas, con espacio para compresión de múltiplos. Por su parte, se sigue favoreciendo las acciones con retornos de largo plazo rezagados y valorizaciones atractivas como las *value* y *small caps*.

Ad portas de que comience la entrega de reportes corporativos del 4to trimestre de 2022, se estima que las utilidades tengan una contracción de 11% reflejando el efecto de las presiones de costos y el menor crecimiento económico. Las utilidades crecerían en 2023 en torno a 7% desacelerándose respecto al 15% que se estima para este año.

Ante el riesgo de una contracción de múltiplos adicional y reportes corporativos que decepcionen **se privilegia mantener acciones de mayor calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo y valorizaciones atractivas como las *Value* y *Small Caps*, disminuyendo la posición en las de estilo *growth*.**

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

El sorpresivo aumento del rango al que puede llegar la tasa soberana a 10 años elevó por completo la curva de tasas de interés, no solo en Japón, sino en el resto del mundo. La gran excepción a la política monetaria contractiva comienza a dar pasos hacia una normalización monetaria permitiendo que las tasas de interés lleguen a un mayor nivel. En respuesta, la mayor parte de la curva soberana transa ahora sobre 0%, con la tasa a 2 años volviendo a ser positiva por primera vez desde 2015, y el yen se apreció más de 5% durante diciembre.

El ajuste se da luego de que el yen llegara a un máximo de 150 JPY/USD en octubre pasado y que la inflación superara la meta de 2% por primera vez desde 2015, al ubicarse en 3.8% en noviembre. Sin embargo, menores presiones de precios a nivel global llevan a estimar que el índice de precios volvería a converger hacia la meta durante el año.

Por su parte, debido a su sesgo exportador, las perspectivas se deterioran en conjunto con el crecimiento global y la débil demanda externa. 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 noviembre, tanto las ventas minoristas como la producción industrial se desaceleraron con respecto al mes anterior, expandiéndose 2.6% y -1.3% interanual respectivamente.

Las valorizaciones (P/U *fwd.*) transan con descuento y lucen atractivas respecto a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades habrían mostrado una caída de ~5% en 2022, apuntando hacia un crecimiento acotado este año.

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, en conjunto con una apreciación de la moneda que deteriora los ingresos del sector exportador, nos llevan 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 mantiene *OW* en China, se reduce la sobreexposición en LatAm, se neutraliza Asia EM ex China desde *UW* y se lleva a *UW* EMEA

En diciembre, el mercado accionario chino mostró rentabilidades sobre pares emergentes y desarrollados, impulsado por la reapertura. En lo más reciente, se han conocido indicadores de alta frecuencia de mayor movilidad y correcciones al alza en las perspectivas de crecimiento, por lo que se decide **mantener el *OW* táctico en China**. En América Latina las valorizaciones se mantienen baratas, pero aumenta la incertidumbre con el nuevo gobierno brasileño, decidiendo **disminuir levemente el *OW* en acciones latinoamericanas**. Con respecto a **Asia EM ex China, se neutraliza la posición desde un *UW*** por un mayor impulso desde las mejores perspectivas de China. Por el lado de **EMEA, se lleva a *UW*** por una menor convicción táctica en *commodities*, que durante los primeros meses del año mostrarían una trayectoria incierta en medio de la búsqueda de un balance entre oferta y demanda.

América Latina: Se reduce el *overweight*

La región caracterizada por el sesgo exportador de materias primas tiene un soporte estructural en el precio de los *commodities*, el cual se vería impulsado por la reactivación de China que ha mostrado mayores certezas al mercado – particularmente para metales industriales y combustibles-. Asimismo, las valorizaciones continúan con un descuento significativo, transando en torno a mínimos de los últimos 10 años y atractivas respecto a otras economías emergentes. A su vez, tiene soporte en tendencias estructurales como el *nearshoring*, el cual puede aprovecharse a través de *small caps*. Por otra parte, el anticipado y agresivo ajuste monetario realizado por los bancos centrales lleva a que se espere el comienzo de un ciclo de recortes en las tasas de interés durante este año. No obstante, el riesgo fiscal se ha incrementado relevantemente en Brasil – la economía más grande de la región-. En base a lo anterior, se decide **disminuir la sobreexposición en Latinoamérica**.

En **Brasil**, la producción industrial de noviembre creció 0.9% interanual, sobre lo esperado por el mercado, mientras que la economía aún muestra resiliencia con la tasa de desempleo cayendo hasta 8.3% en octubre - el nivel más bajo desde mayo de 2015-. Por su parte, la inflación de diciembre mantuvo la tendencia de desaceleración llegando a 5.8% en doce meses, pero sobre lo esperado por el mercado, confirmando las expectativas de que este año la

velocidad de desaceleración de la inflación será menor a la vista en 2022. En el plano político, el 1 de enero Luiz Ignacio Da Silva asumió el poder, pero se ha mantenido elevada la incertidumbre en el país, luego de que terminó los nombramientos de los ministerios, pero teniendo en los puestos claves a miembros del Partido de los Trabajadores (PT). El ministro de finanzas ha tratado de dar declaraciones en torno a que se comprometen con la sostenibilidad fiscal, pero el mercado quiere medidas concretas y espera a que el gobierno anuncie cuál será su plan fiscal. Ante esto la reacción del mercado incluye una depreciación del real de 1.8% en diciembre junto a una caída de 3.1% en el Bovespa. Por otra parte, el 8 de enero se realizó una protesta en Brasilia con alrededor de 4 mil manifestantes a favor del expresidente Jair Bolsonaro en la que irrumpieron en el Palacio de Planalto (sede del ejecutivo), el Congreso y la Corte Suprema. El gobierno declaró una intervención federal en Brasilia y detuvo los disturbios, de los cuales ya hay 1,500 personas detenidas aproximadamente, teniendo la situación bajo control sin que se extendieran protestas a otros estados del país. En el corto plazo, este suceso fortalecerá a Lula políticamente, dado el rechazo transversal a prácticas antidemocráticas, pero no debería tener implicancias en ningún proceso legislativo. Asimismo, se ve un bajo riesgo de golpe de Estado dado que estas manifestaciones no tuvieron apoyo militar, ni se espera que apoyen algo similar en el futuro, y la Corte Suprema lleva a cabo una investigación, mostrándose contraria a los extremistas. 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 un riesgo fiscal y político, se decide **mantener una exposición neutral en acciones brasileñas**.

Por el lado de **México**, las expectativas de la economía mejoran con el IMEF manufacturero avanzando hasta 51.8 pts. en diciembre, y el no manufacturero manteniéndose 11 meses consecutivos en expansión económica, mientras que el mercado laboral sigue mostrando robustez con la tasa de desempleo de noviembre en 2.9%. Por su parte, la inflación de diciembre se mantuvo constante respecto al mes previo (7.8% interanual), pero mostrando que la inflación subyacente alcanzó *peak* en noviembre, desacelerándose en el registro de diciembre. Ante esto, se espera que en la reunión de política de febrero Banxico eleve la tasa de referencia en 50 o 25 pbs. desde el 10.5% actual. Además, el peso mexicano fue de las monedas más defensivas de la región apreciándose 5.3% en 2022 y 1.8% en lo que va de enero de este año, mientras que el país lideró la entrada de flujos a fondos e ETFs en 2022 (~9.1% del total de activos gestionados). Por otra parte, 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). En esta línea las exportaciones de México a EE.UU. en octubre crecieron 17.6%, junto a que la inversión extranjera directa del país creció 29.5% interanual acumulado a septiembre de 2022. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd*. como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años. En base a lo anterior, con buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural que se está materializando y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En **Chile**, el Senado aprobó el proyecto de reforma constitucional que establece el procedimiento para elaborar una nueva constitución y éste pasó a la Cámara de Diputados. Se rechazaron todas las indicaciones, manteniendo el espíritu del "Acuerdo Por Chile" al que se llegó durante diciembre, manteniendo el carácter moderado del proyecto, lo que disminuye la incertidumbre política e institucional en el país. Sin embargo, en otros ámbitos políticos se han elevado las tensiones, como es el caso de la elección de fiscal nacional, que luego de 2 elecciones fallidas de candidatos propuestos por el gobierno y 50 días de discusión finalmente fue elegido por el Senado en el tercer intento. Además, el presidente indultó a 13 condenados por distintas razones; la lista incluía detenidos en el marco del estallido social y un ex frentista, en un proceso que se caracterizó por diversos errores, entre ellos cambios en la lista de indultados junto a declaraciones del presidente que pasaron a llevar la independencia del poder judicial y la Corte Suprema. Lo anterior, llevaron a que el presidente pidiera la renuncia de la ministra de justicia y su jefe de gabinete y que su desaprobación alcanzara un máximo desde que asumió en el cargo (70%). Por el lado económico, en noviembre la actividad retrocedió 2.5% en doce meses, principalmente arrastrado por el comercio, pero con perspectivas menos negativas para lo que habría sido diciembre. Con respecto a la inflación, en diciembre sorprendió levemente al alza y avanzó 12.8% anual. Sin embargo, el mercado tomó este dato como positivo, con una variación mensual de 0.3% (desacelerándose desde un 1.0% en noviembre) y una fuerte caída en la velocidad trimestral de la inflación de bienes y servicios, continuando con su trayectoria de convergencia. Por su parte, el precio del cobre subió un 2.0% en diciembre, impulsado por las señales de reapertura en China, que continúan entregando soporte

al precio del *commodity*, beneficiando al tipo de cambio que se apreció un 5.1% en diciembre. Respecto a las 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 ~1.5 desv. estándar-. Por la menor incertidumbre política por el avance del acuerdo y el mayor impulso externo desde China, contrastado con una profundización de la actividad, se decide **mantener la exposición neutral en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, el mercado sigue mostrando fortaleza con la tasa de desempleo urbano de noviembre cayendo a 9.1%, mientras que la actividad económica de octubre creció bajo lo esperado por el mercado (4.6% interanual) hacia una normalización de la actividad para que en 2023 se regrese a tasas de crecimiento sostenibles. No obstante, las presiones inflacionarias siguen presentes en el país, sin que la inflación alcance un *peak*, llegando en diciembre hasta 13.1% en doce meses, y se espera que en la reunión de política monetaria del 27 de enero el Banco de la República eleve la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 12.5%. Por el lado del comercio internacional, las exportaciones de noviembre crecieron 8.8% interanual, impulsado por las exportaciones de combustibles y productos de las industrias extractivas, mientras que el precio del petróleo (Brent) -principal exportación del país- cayó 19% en los últimos 3 meses. Por el plano político, la incertidumbre se mantiene elevada, con el cronograma del gobierno planeando enviar la reforma de pensiones al Congreso en abril de este año, y teniendo en agenda una reforma laboral y electoral. Por otra parte, en 2022 el país tuvo una salida de flujos netas a fondos e ETFs en torno a ~8.1% de los activos gestionados, mientras que el peso colombiano se depreció 16.2% en el mismo periodo. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, transando bajo su promedio histórico de 5 años en términos absolutos y relativos a la región. 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** continúa desacelerándose tras crecer 2.0% en doce meses en octubre y con perspectivas negativas por el efecto de las movilizaciones sociales y los respectivos bloqueos de carreteras que se verán incluidos en los próximos registros. A su vez, ya se vieron incorporados en la inflación de Lima de diciembre que se mantuvo en 8.5% interanual, retrasando la proyección de lenta convergencia a la meta. Por su parte, se espera que en la próxima reunión de política monetaria el Banco de la Reserva del Perú realice una última alza de 25 pbs. en la tasa de referencia hasta 7.75%. En comercio internacional, el precio del cobre – principal exportación- ha subido 14.3% en los últimos 3 meses, pero acumulado a septiembre de 2022 las exportaciones mineras del país cayeron 10.4% respecto al mismo periodo de 2021, y tienen perspectivas negativas por las diversas paralizaciones en mineras producto de manifestaciones sociales de parte de comunidades aledañas. En el plano político, finalmente el Congreso aprobó adelantar las elecciones presidenciales y legislativas a abril de 2024, se deberá ratificar en febrero, lo cual sería el escenario base. Si bien las manifestaciones sociales se habían detenido a fines de 2022, luego de las festividades han regresado algunos focos de protestas en la parte sur del país en donde ya se han registrado 17 muertos, y las exigencias incluirían que renuncie la nueva presidenta, adelanto de elecciones y el cierre del Congreso. 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.**

En el caso de **Argentina**, el FMI aprobó las metas al tercer trimestre (nivel de reservas, déficit fiscal, y emisión monetaria) y declaró que es altamente probable que logren cumplir con las metas de fines de 2022. No obstante, recomienda como necesario que el país realice medidas económicas mucho más profundas en el largo plazo para poder corregir los desajustes macroeconómicos. La inflación en noviembre llegó hasta 92.4% interanual en noviembre y se proyecta que termine el año 2022 en torno a 95%, siendo como escenario base que la inflación esté sobre 100% en 2023, a pesar de que el presupuesto 2023 considera como meta 30%. En comercio internacional, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- subió 3.4% en noviembre, sin embargo, se han tenido retrasos en las fechas de siembra de soja dado la severa sequía concentrada en el centro de Buenos Aires, gran parte de Córdoba, centro y sur de Santa Fe, San Luis y oeste de Entre Ríos (afectando 22 de 36 millones de hectáreas). En el plano político, hubo gran controversia en torno al fallo de la Corte Suprema que favorecía a la provincia de Buenos Aires (obliga al gobierno a nacional a transferir el 2,95% de los impuestos de coparticipación a la Ciudad de Buenos

Aires), dado que la primera reacción del presidente fue declarar que no acataría el fallo. Si bien posteriormente el mandatario cambió su postura comunicando que pagaría en Bonos, luego el gobierno pidió al Congreso llevar a cabo un juicio político contra 4 jueces de la Corte Suprema. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y de mayor riesgo político, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene el *OW*

Diciembre fue particularmente noticioso para el gigante asiático; continuaron las noticias de reapertura, así como los mayores brotes de COVID asociados a una nueva sub variante de la cepa Ómicron. A su vez, se realizó la Conferencia Central de Empleo y Economía, con un claro foco en apoyar el crecimiento económico. También, se decretó que a partir del 8 de enero no se exige cuarentena a viajeros que ingresan a China provenientes del exterior y que se reabrirá gradualmente la frontera con Hong Kong. Si bien el abandono de la política cero COVID provocó un aumento exponencial en los casos, llegando a estimaciones de 37 millones de nuevos casos al día, las infecciones ya habrían alcanzado un *peak* en diciembre comenzando a retroceder. Lo anterior se ha plasmado en indicadores de movilidad de alta frecuencia, como los viajes en metro en grandes ciudades como Shanghái, Guangzhou y Shenzhen, que están aumentando en enero. En este contexto, para el año nuevo lunar que se celebra el 22 de enero y las autoridades esperan un aumento importante en los viajes, lo que impulsará la actividad económica.

Todo lo anterior permitió una rentabilidad positiva en diciembre en el mercado chino, que contribuyó favorablemente a la rentabilidad del portafolio. Esto incluso cuando los indicadores líderes PMI se mantuvieron en terreno contractivo en diciembre, en 49 y 48 pts. el de manufacturas y servicios respectivamente. Sin embargo, los magros registros de actividad eran de esperar y hacia el segundo trimestre del año ya se observarían registros más expansivos en los distintos componentes de la economía.

En enero, la bolsa china ha continuado subiendo, con valorizaciones que aún lucen descontadas con respecto a sus promedios de 5 años. A su vez, continúan entrando flujos a fondos e ETFs y se proyectan utilidades creciendo a dos dígitos para este año. Así, se mantiene el ***OW* táctico en China.**

Asia Emergente ex China: Se lleva a neutral desde *UW*

En diciembre, los mercados de Asia Emergente transaron mixtos, algunos impulsados por la reapertura china, y otros presionados por las caídas de las acciones tecnológicas. En enero, la temporada de reportes corporativos favorecería a aquellas economías con una actividad más resiliente, así como la mayor movilidad y demanda desde China impulsará a economías con una relación comercial más intensa. Si bien la inflación ha revertido parcialmente la tendencia a la baja en algunos países, los bancos centrales continúan comprometidos con frenar las presiones de precios, entregando un sesgo contractivo hacia adelante en sus últimas reuniones de política monetaria. En este contexto, **se decide neutralizar la posición en Asia EM ex China.**

La economía **india** continuó mostrando su resiliencia durante diciembre, con registros de PMI de manufactura y servicios acelerándose con respecto al mes anterior y ubicándose en 57.8 y 58.5 pts. respectivamente. Durante dicho mes, el FMI publicó su Artículo IV de 2022, destacando el importante progreso en la implementación del país respecto de su agenda climática, advirtiendo a su vez que debían ser cautelosos con el ajuste monetario, calibrándolo y comunicándolo oportunamente. Como se ha mencionado anteriormente, este se favorece de la tendencia de desglobalización, principalmente en el sector de tecnologías de la información, que, junto con las reformas estructurales impulsadas por el gobierno, entregan soporte a la actividad económica y a otros sectores, como el de manufacturas. Esto favorecería las perspectivas del mercado durante la temporada de reportes corporativos, teniendo una mayor probabilidad de que estos sorprendan al alza en India comparado con el resto de los países emergentes. Si bien sus valorizaciones lucen relativamente caras con respecto a su historia, continúa la entrada de flujos al principal ETF y las proyecciones de crecimiento de utilidades para este año superan al resto de los países emergentes y continúan corrigiéndose al alza. **Dado lo anterior, se decide mantener el *OW* en acciones indias.**

El mercado **surcoreano** retrocedió casi 30% en USD en 2022, mostrando uno de los peores desempeños dentro de los países emergentes. Tanto la inflación total como subyacente de diciembre se mantuvieron con respecto a noviembre, mostrando avances de 5.0% y 4.8% anual, respectivamente. En este contexto, el Banco Central

desaceleró su velocidad de alzas en noviembre, pero el mercado proyecta que en la reunión de enero continúe el ajuste, con un alza de 25 pbs. hasta 3.5%. El foco más *hawkish* adoptado por el Banco Central de Japón le da más espacio a la autoridad surcoreana para continuar con el alza de tasas, pudiendo eventualmente impactar la actividad económica. Esto se observó en el indicador PMI manufacturero de diciembre, que se debilitó hasta 48.2 pts., con las nuevas órdenes mostrando caídas más pronunciadas. Las valorizaciones transan menos de una desviación estándar bajo su promedio de 5 años (P/U *fwd.* y P/VL) y no se ve una corrección pronunciada en la proyección de utilidades para este año, que caerían pronunciadamente, de la mano del deterioro del sector de semiconductores. En este contexto, la temporada de reportes corporativos del cuarto trimestre de 2022 puede venir acompañada de un *guidance* negativo, con proyecciones de recortes de CAPEX (inversiones en bienes de capital), lo que impactaría al mercado accionario en la medida que la empresa más representativa del sector ya reportó sus resultados, decepcionando al mercado. Con todo, se decide **mantener la subexposición en acciones surcoreanas.**

En Taiwán, la actividad económica comienza a mostrar menores caídas y el PMI manufacturero de diciembre se ubicó en 44.6 pts. -el mejor registro desde julio-, mientras que el indicador de servicios se aceleró hasta 53.3 pts., impulsado por un consumo que comienza a tomar tracción. Las exportaciones e importaciones de diciembre continuaron contrayéndose a tasas de 12.1% y 11.4% interanual respectivamente, en línea con actividad económica deteriorada en China, su principal socio comercial. Sin embargo, la reapertura del gigante asiático favorecerá al mercado taiwanés, que gozará de un mayor impulso externo en la medida que se acelera el crecimiento económico chino. A fines de diciembre, la empresa *Taiwan Semiconductors* (TSMC) comenzó con la producción en masa de semiconductores que utilizan una nueva tecnología, asegurándose esta capacidad y previniendo ser afectado por las sanciones impuestas por EE.UU. a China. Sus valorizaciones siguen luciendo baratas con respecto a su historia, transando la P/U *fwd.* más de 1.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años y continúa la entrada neta de flujos de inversión en el último mes a fondos e ETFs. Sin embargo, las perspectivas económicas continúan deterioradas y se decide **reducir el UW en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, **Indonesia** mostró caídas en los mercados durante diciembre, al igual que otros exportadores de *commodities*. El *momentum* económico se aceleró marginalmente en diciembre y el PMI de manufacturas se ubicó en 50.9 pts. La inflación se aceleró en diciembre hasta 5.5% anual, revirtiendo la tendencia a la baja que venía mostrando desde septiembre. Como se mencionó anteriormente, los primeros meses del año serían altamente volátiles para los mercados emergentes, con un crecimiento presionado en EE.UU., y una actividad económica en China que comienza a repuntar, dando soporte a los precios de *commodities*. Por el lado de **Tailandia**, el PMI manufacturero se aceleró a terreno expansivo en diciembre y los mercados mostraron un retorno positivo, impulsados por la reapertura china. Las valorizaciones no lucen atractivas al compararlas con sus promedios de 5 años y se ven salidas netas de flujos de inversiones en el último mes. Con todo lo anterior, se decide **mantener la sobreexposición en Indonesia y el neutral en Tailandia.**

EMEA: Se lleva a UW desde neutral

En diciembre, los mercados de EMEA mostraron desempeños mixtos, con los exportadores de petróleo exhibiendo caídas en línea con un menor precio del crudo. Si bien en el largo plazo se mantiene el soporte estructural en el precio de *commodities* por la reapertura china, en el corto plazo se mostrarían altamente volátiles, por lo que se decidió llevar a **UW la exposición a EMEA.**

El PMI manufacturero de la **economía sudafricana** cayó en diciembre, producto de cortes en el suministro eléctrico que presionaron la fluidez de las cadenas de abastecimiento. El sistema eléctrico sudafricano sufre de décadas de subinversión y mal manejo de la gigante eléctrica Eskom, que opera con infraestructura muy antigua y se suman actos de robos y sabotaje. La proyección de utilidades para las compañías sudafricanas para este año se corrige a la baja y las valorizaciones transan a menos de una desviación estándar bajo su promedio histórico. Lo anterior nos lleva a mantener **subexposición en acciones sudafricanas.**

El **mercado turco** rentó más de 100% en 2022 en USD, por inversionistas que apostaron por las acciones intentando blindarse de la inflación, y lo lograron. La inflación de diciembre se desaceleró hasta 64.3% anual, y el Banco Central decidió no seguir recortando tasas en su reunión del mismo mes. En este contexto, continúan entradas netas de

flujos a fondos e ETFs, y valorizaciones que entregan señales mixtas, con un P/U *fwd.* transando 1.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años, mientras que el P/VL transa 3.8 desviaciones estándar sobre el promedio. Por su parte, el PMI de manufacturas de diciembre se ubicó en 48.1 pts., sobre el registro anterior pero aún en terreno contractivo. Así, se decide mantener **la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Los bancos centrales de estos países detuvieron el ajuste monetario aun cuando la inflación se encuentra muy por sobre sus respectivas metas. El *momentum* económico continúa mostrando contracciones en Polonia y República Checa, pero las caídas se desaceleran en el margen. Si bien las valorizaciones lucen atractivas en términos históricos, se profundiza la salida de flujos y el conflicto entre Rusia y Ucrania, que afecta su actividad significativamente, parece no cesar.

Con respecto a la economía **saudí**, continúa sin presentar presiones inflacionarias y el PMI manufacturero en diciembre se ubicó en terreno de amplia expansión (56.9 pts.). Las valorizaciones transan bajo sus promedios de 5 años (por 1 desviación estándar la razón P/U *fwd.*), pero continúa la salida neta de flujos del principal ETF del país. En diciembre, las acciones exhibieron un retorno negativo, de la mano de la caída en los precios del petróleo. Debido a que la exposición a este país en una cartera multiactivo puede ser en algo defensiva, en una temporada de reportes corporativos como la que comienza en enero, **se mantiene la leve sobreexposición en Arabia Saudita.** Sin embargo, en línea con lo comentado anteriormente, y aun cuando la reapertura china entregará soporte al precio de los *commodities*, durante los primeros meses del año se conocerán registros de actividad acotados que inyectarán volatilidad a las materias primas. En este contexto, se decide **neutralizar la sobreexposición en Catar.**

Renta Fija

US Treasuries: neutral en bonos nominales, *underweight* en duración y TIPS

Tras la reunión del Fed de diciembre, en donde, el comité reajustó al alza sus expectativas del nivel de la tasa de referencia para fines de 2023, en torno a un valor de 5.1%, señalando así que no esperarían un *pivot* de la política monetaria durante este año. Sin embargo, el mercado no alineó sus expectativas con las del Fed y aun espera que las tasas comiencen a bajar antes de fin de año. Bajo este contexto, el último mes las tasas de los bonos del tesoro americano se han visto afectados por factores como el cambio de política en el control de la curva de tasas efectuado por el Banco de Japón y la baja liquidez del fin de año los cuales impulsaron las tasas al alza, y otros factores como los datos del mercado laboral que han presionado las tasas a la baja. Actualmente la tasa del bono de 10 años se encuentra en torno a 3.6%, mientras que la 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, el índice MOVE -que mide la volatilidad a través de la curva de tasas- aumentó las últimas semanas del año, sin embargo, con el retorno de la liquidez al mercado, éste regresa a un nivel de 116 pts., lejos del máximo de 160 pts. de octubre. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años se han mantenido estables el último mes, anclados a la expectativa de largo plazo. Dado lo anterior, se toma una posición *OW* en el *treasury* de 5 años, neutral en el *treasury* de 10 años y *UW* en el *treasury* de 30 años, de esta manera se mantiene una posición neutral en *treasuries* con una posición defensiva ante el empinamiento de la curva. Por otro lado, se mantiene una posición *UW* en TIPS, percibiendo una disminución de los riesgos inflacionarios de largo plazo.

Global Investment Grade: *overweight*

Tanto el Fed como el Banco Central Europeo aun no dan por ganada la batalla contra la inflación y mantienen postura *hawkish*, por lo que continuarían con el ajuste monetario durante la primera mitad del año, dejando latente la amenaza de terminar con una recesión más pronunciada. De esta manera, a pesar de la mejora de perspectivas -inflación cediendo, mercado laboral perdiendo fortaleza-, se mantiene presente el riesgo de que el ajuste monetario lleve a las economías desarrolladas a una recesión. Así, el *Investment Grade* se mantiene como una opción defensiva, atractiva en términos de riesgo/retorno, con un nivel de *yield* de en torno a 5% y una mayor calidad crediticia la cual ofrecería protección frente a un escenario recesivo. Por lo que, se toma una exposición *OW* en *Global Investment Grade*.

Global High Yield: neutral

Bajo el mismo contexto anterior, a pesar de las señales positivas de inflación, los riesgos de recesión continúan presentes y se mantiene la posibilidad de un escalamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania, al verse las fuerzas del ejército ruso cada vez más presionadas. De esta manera, el segmento *High Yield* se vería más afectado que otras clases de activos de mayor calidad crediticia y se esperaría una mayor ampliación de los *spreads* bajo estos eventos de riesgo, en conjunto con mayores tasas de *default*. No obstante, la clase de activo ofrece retornos atractivos con un *yield* de 8.4% y compañías que de momento cuentan con una buena salud corporativa, sobre todo si comparamos con eventos recesivos pasados. Dado lo anterior, se toma una posición neutral en *Global High Yield*.

Deuda Emergente: *underweight* en bonos soberanos, *overweight* en bonos corporativos y *local markets*

Con respecto a la deuda emergente, esta mantiene su posición como una de las alternativas más atractivas dentro de la renta fija, ya que ofrece un nivel de *yield* sobre los niveles de países desarrollados asumiendo un mayor riesgo de crédito, sin embargo, este se mantiene relativamente acotado con tasas de *default* esperadas menores que las del año pasado y largos horizontes de refinanciamiento. Por otro lado, el proceso de reapertura de la economía china ha sido un impulso para los países emergentes mejorando sus perspectivas para los próximos años. En cuanto a la deuda soberana emergente, su menor calidad crediticia en contexto de un escenario recesivo y su mayor duración en un periodo en el que las tasas se mantendrían altas por un tiempo, le restan atractivo a la clase de activo en comparación a otras alternativas. En ese sentido, se favorece la deuda corporativa emergente tanto *High Yield* como *Investment Grade*, principalmente en Latinoamérica, ya que la región cuenta con una menor exposición a los conflictos geopolíticos, las compañías mantienen una buena salud corporativa y bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales latinoamericanos se encuentran más avanzados en el ciclo de ajuste monetario en comparación con el mundo desarrollado. Por el lado de *local markets*, el dólar se ha debilitado los últimos meses y se espera que continúe revirtiendo gran parte del alza acumulada durante el año, mientras que la reapertura de China ha contribuido a la apreciación de monedas emergentes, lo que nos lleva a mantener una posición a favor de éstas. En línea con lo anterior, se toma una posición *UW* en la deuda soberana, se mantiene un *OW* en deuda corporativa tanto *Investment Grade* como *High Yield* y de igual manera, se mantiene una exposición *OW* en *local markets*.

Exposición a monedas – diciembre 2022

Monedas	Bench.	Diciembre	Enero	OW/UW	Cambio	
USD	56.0%	46.8%	54.6%	UW	-1.3%	7.9%
EUR	7.3%	13.1%	7.5%	OW	0.3%	-5.6%
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	OW	0.1%	0.1%
JPY	2.4%	3.2%	0.9%	UW	-1.5%	-2.2%
GEMs	33.0%	35.6%	35.4%	OW	2.5%	-0.2%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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 no se toman posiciones activas en monedas y se deja la exposición producto de la asignación de activos.

Resultados TAACo Global – diciembre 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%	50%	0%	-2.7%	-1.3%	-1.5%	0.0	-13.8
Renta Fija	50%	50%	0%	0.9%	0.4%	0.5%	0.0	1.6
Caja	0%	0%	0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	0%	0%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.5%	46.9	
Portafolio					-0.89%	-0.54%	46.9	-12.2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								34.7
Europe ex UK	13.1%	10.5%	-2.6%	0.1%	0.01%	0.01%	-7.2	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.0%	-1.4%	1.8%	0.02%	0.00%	-6.2	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	-0.5%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	15.3%	1.0%	-8.6%	-1.23%	-1.31%	-5.9	
US Large Cap Value	15.7%	17.0%	1.3%	-3.7%	-0.58%	-0.63%	-1.4	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	-6.1%	-0.25%	-0.31%	-3.5	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	0.1%	0.01%	0.00%	-8.4	
Desarrollados	56.3%	52.6%	-3.7%	-3.6%	-2.04%	-2.26%	-32.5	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	-4.7%	-0.19%	-0.34%	-6.5	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	-2.0%	-0.01%	-0.03%	0.6	
China	11.8%	12.8%	1.0%	5.2%	0.61%	0.67%	7.9	
EM Asia ex China	16.5%	15.0%	-1.5%	-4.7%	-0.77%	-0.70%	3.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-1.5%	-0.06%	-0.06%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	0.0%	-3.1%	-0.21%	-0.21%	0.0	
Emergentes	43.7%	47.4%	3.7%	-1.4%	-0.63%	-0.68%	5.0	
Equities					-2.66%	-2.94%	-27.5	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	-0.5%	-0.06%	-0.06%	0.0	
US TIPS	1.4%	0.4%	-1.0%	-1.0%	-0.01%	0.00%	1.9	
US Mortgages	7.9%	9.5%	1.6%	-0.4%	-0.03%	-0.04%	-2.1	
US Corps	7.1%	8.5%	1.4%	-0.4%	-0.03%	-0.04%	-1.9	
US High Yield	1.7%	1.7%	0.0%	-0.6%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Europe Broad	19.7%	15.0%	-4.7%	-0.9%	-0.17%	-0.13%	8.3	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	2.0%	0.01%	0.01%	0.0	
Japan Broad	7.9%	4.5%	-3.4%	3.9%	0.31%	0.18%	-10.3	
Deuda Desarrollados	57.7%	51.6%	-6.1%	0.0%	0.00%	-0.09%	-4.1	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	0.0%	0.2%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	0.7%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	2.9%	0.9%	0.03%	0.06%	0.1	
EM Corporate HY	6.4%	8.1%	1.7%	3.6%	0.23%	0.29%	4.6	
EM Local Markets	22.2%	23.7%	1.5%	2.6%	0.58%	0.62%	2.6	
Deuda Emergente	42.3%	48.4%	6.1%	2.1%	0.89%	1.02%	7.3	
Fixed Income					0.89%	0.92%	3.2	

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

En diciembre la cartera TAACo Global registró una pérdida de 0.5%, 35 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis* (i) la cobertura de monedas generó ganancias por el corto dólar y largo euros y yenes (ii) la selección de instrumentos generó pérdidas principalmente en acciones por la sobre exposición a acciones americanas y latinoamericanas y la subexposición en acciones europeas y japonesas. En renta fija, la selectividad nos agregó valor en el margen por la posición corta en bonos europeos y larga en bonos emergentes.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	2022	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-0.5%	7.7%	-14.4%	-0.6%	1.0%	3.1%	6.4%	10.1%
Benchmark	-0.9%	8.1%	-17.1%	-1.9%	0.0%	2.2%	4.5%	9.7%
Out/Under perf. (bps)	35	-34	274	130	100	95	191	
Acciones	-2.9%	9.9%	-19.5%	0.3%	1.0%	4.3%	4.2%	14.8%
Benchmark	-2.7%	10.5%	-19.8%	0.1%	0.9%	4.1%	3.5%	14.7%
Europe ex UK	0.1%	19.9%	-19.8%	-0.2%	0.1%	3.0%	3.0%	19.5%
Europe Small Cap ex UK	1.8%	21.5%	-27.1%	-0.1%	-0.6%	6.1%	9.3%	23.2%
UK	-0.5%	16.3%	-8.5%	-3.4%	-3.1%	-1.0%	0.1%	18.9%
US Large Cap Growth	-8.6%	-0.5%	-33.1%	6.5%	10.1%	12.9%	--	21.8%
US Large Cap Value	-3.7%	13.3%	-7.2%	3.8%	4.3%	7.6%	5.2%	17.7%
US Small Caps	-6.1%	7.6%	-18.4%	4.1%	4.6%	8.9%	10.5%	23.1%
Japan	0.1%	13.0%	-18.5%	-3.0%	-1.8%	3.6%	1.5%	15.6%
Desarrollados	-4.2%	9.8%	-18.1%	4.9%	6.1%	8.9%	8.0%	18.1%
LatAm	-4.7%	3.6%	-0.1%	-10.0%	-5.5%	-5.6%	5.3%	30.7%
LatAm Small Cap	-2.0%	2.8%	-5.9%	-12.5%	-5.6%	-7.5%	7.8%	33.2%
China	5.2%	13.5%	-21.9%	-7.5%	-4.5%	2.4%	10.6%	26.1%
EM Asia ex China	-4.7%	9.0%	-20.6%	4.1%	2.7%	4.8%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	-1.5%	7.6%	-23.6%	5.6%	-0.4%	2.6%	9.0%	20.5%
EM Europe and Middle East	-3.1%	5.5%	-30.4%	-10.5%	-8.3%	-6.0%	2.9%	20.9%
Emergentes	-1.4%	9.7%	-20.1%	-2.7%	-1.4%	1.4%	10.4%	18.8%
Renta fija	0.9%	5.2%	-13.9%	-3.7%	-0.9%	0.4%	5.5%	6.1%
Benchmark	0.9%	5.5%	-14.6%	-4.3%	-1.3%	0.0%	4.6%	6.1%
US Govt Agencies	-0.5%	0.7%	-12.5%	-2.6%	-0.1%	0.6%	4.4%	5.1%
US TIPS	-1.0%	2.0%	-11.8%	1.2%	2.1%	1.1%	6.0%	5.8%
US Mortgages	-0.4%	2.1%	-11.8%	-3.2%	-0.5%	0.7%	4.5%	4.8%
US Corps	-0.4%	3.6%	-15.8%	-2.9%	0.5%	2.0%	6.2%	7.9%
US High Yield	-0.6%	4.2%	-11.2%	0.0%	2.3%	4.0%	9.1%	9.1%
Europe Broad	-0.9%	7.9%	-22.0%	-7.2%	-4.5%	-1.5%	5.4%	9.3%
Europe High Yield	2.0%	14.3%	-16.3%	-3.5%	-1.9%	1.3%	9.7%	12.9%
Japan Broad	3.9%	8.3%	-16.9%	-8.1%	-3.7%	-3.4%	0.6%	8.9%
Deuda Desarrollados [1]	-0.2%	4.3%	-15.6%	-3.8%				
EM Sovereign IG	0.2%	4.9%	-18.4%	-4.5%	-0.2%	1.3%	7.8%	9.1%
EM Sovereign HY	0.7%	11.3%	-13.5%	-4.8%	-2.4%	1.0%	9.6%	14.5%
EM Corporate IG	0.9%	2.8%	-14.0%	-2.6%	0.6%	1.9%	--	6.1%
EM Corporate HY	3.6%	8.2%	-13.3%	-3.1%	0.4%	3.1%	--	10.6%
EM Local Markets	2.6%	5.0%	-8.7%	-3.8%	-0.9%	-1.2%	--	11.0%
Deuda Emergentes [1]	2.1%	6.1%	-12.1%	-3.8%				
Caja	0.4%	0.9%	1.5%	0.7%	1.2%	0.7%	1.8%	0.3%
Oro	3.4%	8.5%	0.4%	6.2%	7.0%	0.9%	12.8%	13.5%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
DM	15.4x	14.9x	2.0%	2.7x	2.2x	12%	5%	17%	1.3
US	17.3x	16.1x	2.0%	3.9x	2.9x	15%	7%	26%	1.2
Europe	12.2x	13.0x	4.0%	1.9x	1.7x	14%	1%	13%	0.9
Japan	12.8x	14.6x	3.0%	1.3x	1.3x	-3%	2%	9%	-4.3
EM	11.3x	11.4x	3.0%	1.6x	1.7x	-8%	1%	12%	-1.4
EM Asia	12.2x	12.1x	3.0%	1.6x	1.8x	-9%	3%	11%	-1.4
CEEMEA	10.0x	9.2x	4.0%	1.7x	1.5x	-34%	2%	24%	-0.3
LatAm	7.6x	11.8x	7.0%	1.6x	1.9x	11%	-8%	20%	0.7
China	10.6x	11.4x	3.0%	1.4x	1.9x	0%	13%	11%	-
S.Korea	10.5x	9.7x	3.0%	0.9x	1.2x	-14%	-14%	8%	-0.8
Taiwan	11.8x	14.4x	4.0%	2.1x	1.9x	-6%	-13%	19%	-2.0
India	21.1x	17.0x	2.0%	3.6x	3.1x	-1%	22%	14%	-21.1
Indonesia	13.7x	14.1x	5.0%	2.5x	3.2x	18%	4%	18%	0.8
Malaysia	13.2x	14.8x	4.0%	1.5x	1.9x	-2%	14%	11%	-6.6
Thailand	17.6x	13.5x	3.0%	2.0x	2.0x	2%	8%	10%	8.8
Philippines	14.7x	16.2x	2.0%	1.8x	2.5x	15%	18%	10%	1.0
S.Africa	8.8x	12.2x	5.0%	1.7x	2.3x	-2%	14%	19%	-4.4
Turkey	5.7x	8.0x	6.0%	1.7x	1.4x	209%	-20%	30%	0.0
Poland	8.2x	11.4x	4.0%	1.0x	1.3x	18%	-25%	11%	0.5
Czech R.	7.9x	12.2x	10.0%	2.1x	1.7x	180%	-41%	15%	0.0
Saudi	14.1x	14.4x	4.0%	2.2x	2.1x	20%	11%	30%	0.7
UAE	11.8x	11.6x	5.0%	1.8x	1.4x	4%	6%	14%	3.0
Brazil	6.4x	10.6x	7.0%	1.5x	1.8x	4%	-12%	24%	1.6
Mexico	12.1x	15.0x	4.0%	1.9x	2.5x	22%	8%	19%	0.6
Chile	7.7x	15.1x	9.0%	1.3x	1.9x	64%	-6%	15%	0.1
Colombia	6.0x	13.0x	9.0%	1.1x	1.5x	14%	2%	16%	0.4
Peru	10.5x	12.5x	4.0%	1.7x	2.8x	31%	0%	16%	0.3

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 21 de diciembre 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.