

Junio 2022

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Mayo	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-0.1%	-5.0%	-9.5%	-10.1%	4.2%	3.7%	4.7%	6.8%	9.4%
Benchmark	-0.1%	-6.8%	-11.8%	-12.1%	3.1%	2.7%	3.8%	4.9%	8.9%
Out/Underperformance (bps)	-0	173	230	197	114	100	90	187	
Acciones	0.1%	-6.5%	-12.8%	-12.8%	7.4%	5.0%	6.6%	4.7%	14.0%
Benchmark	-0.2%	-7.3%	-13.8%	-13.5%	7.0%	4.7%	6.3%	4.0%	13.9%
Renta Fija	0.1%	-5.8%	-9.8%	-10.6%	-0.6%	0.7%	1.5%	5.8%	5.4%
Benchmark	0.0%	-6.2%	-9.9%	-10.7%	-1.1%	0.3%	1.1%	5.0%	5.3%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-3.8%	-3.7%	1.8%	-3.2%	12.4%	7.7%	1.7%	12.9%	12.7%

Resultados al 31 de mayo de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Recesión o no recesión, esa es la cuestión 1

Asignación de activos 3

Resultados 13

Desempeño 14

Valorizaciones 15

Escenario de menor crecimiento y mayor inflación generan incertidumbre sobre una eventual recesión

Política monetaria restrictiva con el fin de reducir el exceso de liquidez ha impulsado al alza las tasas de interés

Magnitud y rapidez de la desaceleración e inflación determinará la evolución de los activos de riesgo

Recesión o no recesión, esa es la cuestión

Hay consenso en que la economía global enfrenta menor crecimiento y mayor inflación, ante lo cual las tasas de interés ya están en su camino al alza. Además, comenzará la normalización de la política monetaria a través del ajuste cuantitativo (*quantitative tightening*), que significa el retiro progresivo de la liquidez provista por política monetaria no convencional que ha sido inyectada al sistema desde hace más de veinte años (2008). A esto se suma la desaceleración de China y las disrupciones e inflación producto de la guerra entre Rusia y Ucrania.

Un escenario sin precedentes y de ahí las diferentes visiones respecto de si habrá una o no una recesión, cuándo y cuán profunda podría llegar a ser.

Lo bueno, lo malo y lo feo¹

“Lo feo”. Para lo que queda del año, el mercado espera al menos 7 alzas más de 25 pbs. de la tasa de interés de referencia estadounidense (*Fed Funds Rate*), que la dejaría en alrededor de 3%. Las tasas de mercado tienen incorporada en cierta medida esta tendencia (complejo calcular cuánto); la del bono del Tesoro a 10 años subió de 1.63% anual a principios de año a 3.05% al 6 de junio -superando 3% algunas veces, como ahora-.

A partir de este mes (junio) el Fed comenzará a reducir la inyección de liquidez en casi USD 50 mil millones mensuales, lo que aumentará a cerca de USD 100 mil millones en septiembre. El gasto fiscal pierde dinamismo y es probable que en las elecciones de mitad de período de ese país en noviembre próximo ya sea el Senado o la cámara baja (*House of Representatives*) queden con mayoría del Partido Republicano lo que pone aún más trabas en este ámbito.

“Lo malo”. El crecimiento económico y de utilidades corporativas se ajusta a la baja, la inflación resultó ser menos cíclica de lo estimado inicialmente. Estos son hechos incorporados en las proyecciones; sin embargo, lo clave por monitorear en adelante es la magnitud y rapidez de la desaceleración y de los aumentos en los precios. De esto podría depender cuán acertados, cortos o largos resultan dichos estimados.

El crecimiento económico y de las ganancias corporativas serán determinantes en el desempeño de los mercados en los próximos años. Cuánto de sus proyecciones está incorporado en los precios es complejo de determinar, pues de corto plazo, éstos han respondido con correcciones

¹ Aludiendo a la película de vaqueros de 1966 protagonizada por Clint Eastwood, Eli Wallach y Lee Van Cleef.

producto principalmente de las variaciones en el premio por riesgo y las alzas en las tasas de interés.

Dependiendo del país o región que se trate, la inflación tiene su origen cada vez más en *shocks* de oferta debido al conflicto en Ucrania y los confinamientos por la política cero COVID en China. Estos dos factores no responden directamente a un ajuste monetario y tienen impacto negativo en precios y en la actividad económica.

“Lo bueno”. Las fuertes caídas en los mercados en lo corrido del año podrían dar paso a una pausa en los meses de verano en el hemisferio norte y recuperación de activos excesivamente castigados. Las acciones globales (ACWI), el S&P 500 y el índice de acciones de innovación (MSCI Innovation), muestran bajas de 14%, 13% y casi 30%, respectivamente para lo corrido de 2022, mientras que los bonos globales (Global Agg) cayeron más de 10% en el mismo período.

Esto se daría junto a una suavización en las alzas de las tasas de interés, con ciertos indicadores de inflación señalando que se habría llegado a un *peak*, por el momento en EE.UU.

Si bien se esperan correcciones a la baja en las estimaciones de utilidades corporativas, los resultados al primer trimestre reflejaron la buena salud financiera de las empresas. Esto sería suficiente para, si no empeora significativamente el escenario hasta fin de año (tasas de interés, China y la guerra), seguir dando soporte a los precios. El consumidor estadounidense también goza de una buena salud financiera, sin deuda, con ahorros y bancos dispuestos a otorgarle préstamos.

En China la política cero COVID comienza a flexibilizarse, el número de casos cede y comienzan a retomar la actividad grandes ciudades que estaban confinadas, como Shanghái y Pekín.

Riesgos y asignación de activos

Se favorece una postura de cautela ante los activos de riesgo, lo que nos lleva a mantenernos neutrales en renta variable, sub ponderados en renta fija y tener posiciones en oro y caja en una cartera balanceada global multiactivo. Ello basado en:

- a) valorizaciones selectivamente atractivas,
- b) una pausa luego de meses de alta volatilidad en que queda por ver si la inflación está en su *peak* y analizar la futura trayectoria de ésta, de las tasas de interés y del crecimiento, fundamentos corporativos sólidos y,
- c) una recuperación de aquí a fin de año de la actividad en China

Tanto renta fija como renta variable se han corregido en los últimos doce meses, lo que ha dado algo de alivio en las valorizaciones, pero se mantienen amplias divergencias en las valorizaciones entre regiones, países, estilos y subclases de activos.

El riesgo latente es el de estanflación: la caída en una recesión económica en un entorno de alta inflación (es decir, ésta no comienza a ceder, gradualmente)

Pero inflación sería difícil de controlar por ajustes monetarios pues cada vez más tiene origen en shocks de oferta

Sobrecastigo en algunos activos abre espacio a una reversión de la tendencia

Salud corporativa aún muestra fortaleza y consumo luce saludable, lo que podría dar soporte a una recuperación de los activos

Ante el riesgo de una estanflación se mantiene cautela y neutralidad en renta variable en base a:

i) Valorizaciones selectivamente atractivas,

ii) inflación que estaría llegando a su peak en EE.UU.

iii) recuperación de China

Asignación de activos – junio 2022

TAACo Global	Bench.	Mayo	Junio	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	40%	40%	UW	-10%	
Caja		5%	5%	OW	5.0%	
Oro		5%	5%	OW	5.0%	
Total Cartera						
Europe ex UK	13.1%	10.1%	11.6%	UW	-1.5%	1.5% +
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%	
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N		
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	11.8%	UW	-2.5%	
US Large Cap Value	15.7%	18.7%	17.2%	OW	1.5%	-1.5% -
US Small Caps	4.1%	5.1%	5.1%	OW	1.0%	
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%	
Mercados desarrollados	56.3%	51.3%	51.3%	UW	-5.0%	
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%	
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	2.9%	OW	2.2%	
China	11.8%	11.8%	11.8%	N		
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	14.5%	UW	-2.0%	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.6%	8.2%	8.2%	OW	1.6%	
Mercados emergentes	43.7%	48.7%	48.7%	OW	5.0%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N		
US TIPS	1.4%	2.6%	2.6%	OW	1.2%	
US Mortgages	7.9%	7.9%	7.9%	N		
US Corps	7.1%	10.0%	10.0%	OW	2.9%	
US High Yield	1.7%	3.7%	3.7%	OW	2.0%	
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%	
Europe High Yield	0.7%		0.7%	N		0.7% +
Japan Broad	7.9%	3.4%	3.4%	UW	-4.5%	
Deuda desarrollados	57.7%	51.9%	52.6%	UW	-5.1%	0.7% +
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	5.0%	OW	0.9%	
EM Sovereign HY	6.0%	7.4%	6.0%	N		-1.4% -
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	5.1%	OW	1.5%	
EM Corporate HY	6.4%	8.0%	9.1%	OW	2.7%	1.1% +
EM Local Markets	22.2%	22.6%	22.2%	N		-0.4% -
Deuda emergente	42.3%	48.1%	47.4%	OW	5.1%	-0.7% -
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Se mantiene neutral la exposición a acciones y el 40% de RF. Se asigna 5% a caja y oro

Se disminuye el UW en Europa y se mantiene neutral en UK

US: se mantiene el UW Large Cap Growth que financia la posición en Large Cap Value.y Small Cap

UW en Japón

Se mantiene el sesgo hacia exportadores de commodities: OW LatAm y EMEA

China neutral / UW Asia EM ex China

Neutral Treasuries / OW TIPS

OW US Corps y High Yield

Se neutraliza posición en HY europeo

UW bonos europeos y japoneses

Se disminuye el OW Emergentes

Se neutralizan soberanos HY y local markets para concentrar la posición en HY corporativo

Este mes se mantuvo la exposición a acciones en neutral, el *underweight* en renta fija y las inversiones en caja y oro como cobertura. Ante la incertidumbre de una recesión, pero con volatilidad que comienza a ceder y valorizaciones selectivamente atractivas, se continúa favoreciendo acciones *value* en EE.UU., las latinoamericanas y de países productores de *commodities* en general. En bonos se privilegia la deuda emergente sobre la desarrollada, concentrando la posición en *high yield* corporativo debido a la mayor exposición que posee el índice hacia LatAm, donde existe fortaleza corporativa, bajas tasas de *default* y valorizaciones atractivas.

Renta Variable

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

A inicios de junio se cumplieron más de 100 días desde que comenzó la guerra en Ucrania y aún no se vislumbra un término al conflicto que está generando consecuencias no solo humanitarias, sino también económicas y bursátiles.

El deterioro económico y de las perspectivas desde entonces ha sido significativo. A inicios de año el consenso de mercado estimaba que la Eurozona crecería en 2022 4.2%, hoy se estima que crezca 2.6%. La sorpresa económica pierde dinamismo en la medida en que los datos decepcionan y presiones inflacionarias que no ceden adelantan una postura monetaria más agresiva por parte del Banco Central Europeo (BCE) que disminuirá la liquidez, aumentará los costos de financiamiento y eventualmente frenará aún más la recuperación económica.

La elevada inflación -8.1% interanual en mayo, la más alta desde que comenzó la unión monetaria en 2000- está deteriorando la capacidad de compra de los consumidores, generando presiones sobre las ya debilitadas cuentas fiscales y comprimiendo los márgenes corporativos. El BCE terminaría con su programa de compra de activos en junio para comenzar a subir tasas de interés en julio.

Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en junio -15.8 pts., mejorando en el margen, pero manteniendo el pesimismo, mientras que la confianza económica pierde fortaleza.

Un escenario de guerra prolongada no ayuda. La Unión Europea acordó una sexta ronda de sanciones a Rusia, prohibiendo la importación parcial de petróleo ruso. El aumento de los precios de los *commodities* energéticos y alimentos está llevando a los gobiernos a recortar impuestos y/o entregar subsidios para ayudar a los hogares, presionando aún más las cuentas fiscales. No obstante, la crisis está impulsando la inversión en la diversificación de la matriz energética, lo que está dando un impulso a temáticas como energías renovables. Además, la guerra llevará a los gobiernos europeos a aumentar el gasto en defensa, no solo tradicional sino también en ciberseguridad.

Dadas las deterioradas perspectivas ya mencionadas, las acciones de la eurozona habían caído al cierre de mayo 17%, peor que las acciones globales (-13.5%, ambos retornos en USD), transando con elevada volatilidad, sujetas a los vaivenes de la geopolítica. El crecimiento esperado de utilidades si bien se ha corregido al alza para este año (12.3% 2022e vs 10.3% en la versión anterior de este documento), se ha recortado para el próximo (5.3% 2023e) debido al efecto de las presiones de costo y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios y fiscales.

Pérdida de *momentum* económico y recorte en las expectativas de crecimiento en conjunto con una salida persistente de flujos que no entrega soporte, nos lleva a mantener el *underweight* en acciones europeas. No obstante, reconociendo valorizaciones que son atractivas en términos absolutos y relativos a desarrollados, rezago de mediano-largo plazo, un premio por riesgo que favorece las acciones por sobre la deuda, que las acciones transan con un castigo que parece excesivo e internalizan un escenario de recesión profunda que no es nuestra base, se decide reducir el *underweight* en búsqueda de una recuperación táctica de los precios en un mes en que con el comienzo del verano europeo cede la volatilidad y ante noticias que pueden sorprender positivamente a expectativas ya bastante deterioradas.

Reino Unido: se mantiene en neutral la posición

La sorpresa económica retrocede con datos y expectativas que se moderan en línea con el menor crecimiento económico, de utilidades y la alerta del banco central de una probable recesión en 2023. Las perspectivas se deterioran en medio de un ambiente que se vuelve cada más estanflacionario a lo que se suma un mercado laboral estrecho como consecuencia del *Brexit*, una política monetaria contractiva y la desaceleración de sus principales socios comerciales (la Unión Europea y China).

La alta inflación (9% interanual en abril, la mayor en cuatro décadas) ha gatillado cuatro alzas de tasas de interés consecutivas por parte del Banco de Inglaterra. El mercado espera alzas en todas las siguientes reuniones del año, lo que podría llevar la tasa de referencia hasta 2.50% a fines de año. El Banco Central estima que la inflación podría superar el 10% durante el año en un contexto de mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.7% en marzo, volviendo a niveles pre pandemia) donde los salarios promediarían un incremento de 5.5% durante el año, agregando presiones inflacionarias adicionales (solo en marzo los salarios subieron 7% interanual).

Respecto al mercado accionario, el sesgo hacia el estilo *value* de los índices de acciones británicas ha permitido que sea defensivo ante el aumento de la aversión al riesgo, donde tienen mayor ponderación sectores como consumo básico, energético y el financiero. Dado esto, se ha corregido al alza el estimado del crecimiento de utilidades para 2022, llegando a 16.1%, superior al resto de Europa. No obstante, para 2023 se recorta el estimado a una contracción de 0.4% que se compara negativamente con Europa. La generación de ingresos de las empresas listadas en Londres se caracteriza por ser más bien global, sin tener una dependencia significativa de la economía doméstica. De esta forma, la desaceleración global afectará los resultados de las compañías británicas en la medida que se desvanezcan los efectos de base de comparación por la reapertura post covid-19.

No obstante del reciente *outperformance*, ha habido persistentes salidas de flujos en lo corrido del año (fondos e ETFs). Las valorizaciones se han encarecido y aunque P/U *fwd.* mantiene el atractivo en términos absolutos y relativos, la razón P/VL transa sobre el promedio a 5 años.

A pesar del sesgo *value* y más defensivo del índice, mantener el rezago de mediano largo plazo y un alto *dividend yield* (~4%), el deterioro en las perspectivas económicas domésticas y globales, el ajuste monetario agresivo y la desaceleración de sus socios comerciales, junto con valorizaciones que se encarecen, nos llevan a mantener una posición neutral en acciones británicas.

Estados Unidos: Se disminuye la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* mientras se conserva el corto en *Growth* y el largo en *small caps*

Comenzó este mes el *quantitative tightening* para retirar el exceso de liquidez del mercado financiero en un contexto en que pareciera que inflación estaría tocando un *peak* aunque la economía continúa mostrando señales de sobrecalentamiento.

La inflación se desacelera en abril (8.3% vs. 8.5% anual en marzo) tanto en su medida total como subyacente y las expectativas inflacionarias de más largo plazo ceden. En línea con ello se han estado moderando los estimados de alzas de tasas de referencia del Fed, esperándose alzas de 50 pbs. en las siguientes dos reuniones. No obstante, la fortaleza del mercado laboral en mayo -cuando se crearon 390 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas, sobre los 325 mil estimados- vuelve a poner sobre la mesa la opción y con alta probabilidad, de un alza de 50 pbs. en septiembre. La curva de tasas de interés se ha mantenido volátil y si bien las tasas cayeron durante mayo, en el inicio de junio vuelven a subir, alcanzando la tasa a 10 años 3.05%.

En lo corrido del año, las alzas de tasas han impactado en mayor medida los retornos de las acciones que son más sensibles a sus variaciones, como las de estilo *growth*, las que además se caracterizan por una generación de ingresos y utilidades que podría verse más afectada en un escenario recesivo que las de estilo *value*. Así, ante expectativas de que las tasas de interés se mantendrían al alza, se opta por continuar favoreciendo la rotación hacia estilos como el *value* y *small cap*, que aún muestran rezago de mediano-largo plazo y valorizaciones atractivas, logrando traspasar de mejor manera el alza de precios a los consumidores, con mayor exposición a sectores como el financiero y energético.

Por su parte, las valorizaciones continúan aliviándose, pero siguen luciendo elevadas en términos relativos tanto a nivel de razón P/U *fwd.* como P/VL. Por el lado contrario, las valorizaciones de acciones *small cap* lucen con descuento a nivel de P/U *fwd.* y con premio en P/VL, pero ambas con descuento respecto al *large cap*.

El momentum económico se torna negativo – a pesar de los datos de empleo- y en el contexto actual se privilegia mantener acciones que aún muestran rezago de largo plazo como las *value* y las *small caps*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*, que además son altamente sensibles a variaciones en las tasas de interés. Por esta razón se decide mantener el *underweight* en *US Large Cap growth*, en parte, para financiar la sobreexposición entre acciones *Large Cap Value* y *Small Caps*. Estas últimas poseen una alta exposición a sectores que se benefician de mayores tasas de interés, como el financiero, con una menor exposición a acciones tecnológicas (que tienden a ser más *growth*). Sin embargo lo anterior, en búsqueda de diversificar las fuentes de riesgo, en forma táctica este mes se decide disminuir el *overweight* en *large cap value* para cerrar parte del diferencial en acciones europeas, las cuales también tienen un sesgo *value* y transan con mayor sobrecastigo que sus pares estadounidenses.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

El *momentum* económico se vuelve positivo en la medida en que la economía se recupera de los rebotes de covid de la primera parte del año y la inflación converge a la meta. A pesar de ello, las perspectivas se mantienen desfavorables, el país tiene un sesgo manufacturero y una alta exposición al sector automotriz, por lo que el aumento en el precio de *commodities* industriales y la desaceleración económica global afectará el desempeño económico y los márgenes de utilidades de las compañías. Por su parte, el aumento en el precio de los *commodities* energéticos y alimentos deteriorará el consumo de una población que se caracteriza por la cautela.

En cuanto a política monetaria, la inflación se acelera y se ubica en 2.5% anual en abril (por primera vez sobre la meta de 2% desde 2015). En base a una inflación que no ha llegado a niveles de otras economías desarrolladas, el Banco de Japón mantendría una política monetaria expansiva por un largo período, más prolongado que pares globales. Debido a lo anterior, el diferencial de tasas de interés con respecto a pares desarrollados está generando una fuerte salida de flujos desde el país, lo que en conjunto con términos de intercambio desfavorables, han llevado a una depreciación del yen cercana a 12% en lo corrido del año. El debilitamiento del yen si bien beneficia al sector exportador, también encarece el costo de vida y lleva a que los consumidores sean aún más cautelosos con el gasto.

Con respecto al sector corporativo, para 2022 se espera una contracción de utilidades cercana a 1%, dato que se compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a países desarrollados. Los inversionistas han continuado viendo a Japón como refugio de valor, los activos financieros han presentado salidas marginales de fondos en lo corrido del año (ETF's y fondos).

Si bien en cierta medida las acciones japonesas funcionan como refugio ante eventos de mayor aversión al riesgo, los fundamentos económicos y corporativos se deterioran, el índice presenta una alta exposición a consumo discrecional y tecnología, lo que nos lleva a mantener la subexposición a acciones japonesas para favorecer regiones y/o países donde hay mejores perspectivas y potencial de capturar valor. De todas formas, reconociendo que el yen que pareciera estar llegando en un *peak* al ubicarse en torno a 130 yenes/USD y que podría, ante señales de mejora económica y/o en los términos de intercambio, revertir, se decide tomar una posición activa en yen para neutralizar el *underweight* resultante que nos genera el posicionamiento de TAACo.

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

El escenario mejora para China, y tasas de interés en EE.UU. subiendo en forma gradual benefician principalmente a América Latina, que extendió su *outperformance* relativo tanto a mercados desarrollados como al resto de la región. Las restricciones en Shanghái y Beijing se moderan volviendo a impulsar la demanda del gigante asiático, disminuyendo las presiones en las cadenas de suministro globales por una parte y aumentando las presiones al alza en los *commodities* por otra. Con lo anterior, esperamos que los principales exportadores de *commodities* sigan beneficiándose en los próximos meses lo que nos **lleva a mantener la sobreexposición en LatAm y EMEA**. Por otra parte, la incertidumbre en China en torno a la política regulatoria y la recuperación económica continúa y las

expectativas de utilidades se han corregido significativamente a la baja, sin embargo, las valorizaciones parecen descontar ya gran parte de lo anterior, con todo, se decide **mantener la neutralidad en acciones chinas**. Finalmente, en **Asia EM ex China** se sigue viendo afectado de su condición de importador neto de materias primas además de tener un sesgo exportador que afectaría el desempeño en el contexto actual de desaceleración global por lo que **mantenemos el UW**.

América Latina: Se mantiene el overweight

Latinoamérica vuelve a presentar un *momentum* positivo durante el mes y, a pesar del buen desempeño que lleva en lo que va del año, todavía tiene un rezago relevante de mediano y largo plazo respecto a índices globales. Debido al soporte entregado por las positivas perspectivas del precio de los *commodities* se decide **mantener el OW**.

En el caso de **Brasil**, los PMI de manufacturas y servicios de mayo avanzan en terreno de expansión económica llegando a 54.2 y 58.6 pts. cada uno, mientras que el mercado laboral mantiene su fortaleza con la creación de 197,000 empleos, cayendo la tasa de desempleo de abril a 10.5%. Por el lado del comercio internacional, el precio del hierro retoma su alza mientras que el de la soja y petróleo mantienen su subida y perspectivas positivas en los próximos meses, por lo que el ministerio de economía elevó su proyección del superávit de la balanza comercial para este año (desde USD 79,400 millones a USD 111,600 millones). Asimismo, el real brasileño volvió a ser la moneda de mejor desempeño de la región, presentando una apreciación de 5.0% durante mayo. Si bien la inflación persiste en niveles elevados (12.1% interanual en abril), el Banco Central ha declarado que el proceso de elevar la tasa Selic terminaría en la reunión de junio con un alza de 50 pbs., llevando la tasa de referencia hasta 13.25%. En el escenario político, el expresidente Lula Da Silva mantiene el liderazgo de las preferencias en las encuestas con 48%, frente al 27% del presidente Jair Bolsonaro. Finalmente, respecto a valorizaciones, aún están en niveles atractivos con la razón P/U *fwd.* y P/VL bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos - y relativos a la región en el caso de la primera-. Dado lo anterior, con perspectivas positivas de la economía, valorizaciones en niveles atractivos y con soporte en el precio de *commodities*, **se decide mantener la sobreexposición a acciones brasileñas**.

En **México**, la actividad económica se muestra resiliente con los IMEF manufacturero y no manufacturero de mayo estando en terreno de expansión económica por cuarto mes consecutivo (50.9 y 52.5 pts, respectivamente), mientras que el mercado laboral mantiene fortaleza con la tasa de desempleo de abril en 3.0% junto a un máximo histórico de ocupados (1.04 millones). No obstante, la inflación de abril llegó a 7.7% a doce meses, por lo que Banxico elevó la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 7.0% y se espera que en la próxima reunión del 23 de junio realice un alza de 75 pbs. De todas formas, el proceso de ajuste monetario ha beneficiado a la moneda, que se apreció 3.9% durante mayo, y fue el país que lideró la entrada de flujos a fondos e ETF's en la región (~2.6% del total de activos gestionados). Por otra parte, el país tiene un soporte estructural por la oportunidad con EE.UU. de *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), por la tendencia de desglobalización al querer disminuir riesgo y tiempo de traslado en las cadenas de suministros de la producción proveniente de China. En relación a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años en términos absolutos. En este escenario de recuperación de la actividad económica junto a un soporte estructural y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, en cuanto a la propuesta de nueva constitución, el rechazo sigue liderando la intención de voto con cerca de un 45% de las preferencias de cara al plebiscito del 4 de septiembre, lo cual se compara con el cerca de 35% que se inclinaría por la opción apruebo. Independiente del resultado, la incertidumbre local va a continuar, porque incluso entre los que rechazan la propuesta de texto constitucional, la mayoría opta por iniciar un nuevo proceso, o generar cambios importantes en la constitución actual. Por su parte, la delincuencia sigue al alza y se ubica dentro de los principales problemas que percibe la ciudadanía, lo que anticipa un contexto político complejo para el gobierno, al sumar además todos los problemas de índole económico que seguirán los próximos meses. En este sentido, la actividad económica retoma la senda de desaceleración esperada, creciendo 6.9% interanual en abril (muy por debajo del 8.5% estimado) y cayendo 0.3% mensual, en un contexto además en que las presiones inflacionarias siguen vigentes, y ya el mercado espera terminar el año con un 9.7% de inflación. Si bien se espera que

el indicador comience a retroceder los próximos años, las compensaciones inflacionarias se ubican en todos los plazos en el futuro (hasta 30 años) por sobre 4%, superando el 3% de meta del Banco Central. Dado esto, la entidad debería continuar el alza en la tasa de política monetaria, actualmente en 8.25%, para llegar hasta 9.00-9.50% los próximos meses, para luego de algún tiempo, y sujeto a la desaceleración de la inflación, comenzar un proceso de recorte de tasas agresivo. En cuanto a las valorizaciones, se observan señales mixtas que no aportan a la toma de decisión, debido a que los ratios P/U *fwd.* y P/VL a nivel local se ven muy descontados respecto a la historia, sin embargo, relativo a la región los mismos ratios lucen caros. Con todo, el país viene mostrando un *momentum* positivo tanto en términos de la bolsa como de la moneda, apoyado por alzas en el precios de los *commodities* y el desempeño de la región, el cual ha dominado en los retornos de los activos chilenos, sumado a que el país sigue exhibiendo un rezago histórico importante relativo a sus pares y a otras regiones. Cabe mencionar que los inversionistas extranjeros estarían mirando con menor pesimismo el avance de las reformas estructurales que se impulsan, colocando al país como uno más dentro de Latinoamérica. En base a esta combinación de factores, se decide **llevar a neutral desde un UW la exposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, se mantiene un buen *momentum* económico con el PIB del primer trimestre creciendo 8.5% interanual, sobre las expectativas del mercado, junto a un mercado laboral que continúa recuperándose con la tasa de desempleo de abril cayendo a 11.1%. Asimismo, los términos de intercambio siguen beneficiándose del auge en el precio de los *commodities* energéticos (destacando el petróleo como principal exportación del país), teniendo las exportaciones de abril un incremento de 82.2% interanual, con el ministerio de energía declarando que se aumentará la producción de carbón en un 10% luego de que Irlanda reanudara la compra de esta materia prima, y tras haber sido contactados por Polonia y Alemania para aumentar los envíos de esta materia prima. No obstante, la inflación se mantiene en niveles altos (9.1% interanual en mayo), con lo que se espera que continúe el proceso de ajuste monetario del Banco de la República, en el cual se estima que la tasa de referencia terminaría el año en torno al 8.0%. Por su parte, las elecciones presidenciales sorprendieron positivamente al entregar un escenario de segunda vuelta entre Gustavo Petro y Rodolfo Hernández, beneficiando a los activos colombianos que tenían internalizado una elección entre Petro y Fico Gutierrez, donde se veía como ganador al primero. Por el contrario, Hernández se considera más competitivo para ganar las elecciones al ser visto como un *outsider* de la política tradicional, pudiendo atraer a diversos grupos (anti-Uribe, antipolíticos y anti-Petro). Respecto a las valorizaciones, permanecen en niveles atractivos relativo a su desempeño histórico, estando bajo el promedio a 5 años en términos absolutos la razón P/VL y la P/U *fwd.*, ésta última por más de una desviación estándar. Bajo este escenario, aun cuando la posición fiscal es compleja, teniendo un buen *momentum* económico, junto a un mejor escenario electoral y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones colombianas.**

En el **Perú** la actividad económica de marzo se desacelera creciendo 3.8% interanual, mientras que la inflación de Lima de mayo llegó a 8.1% interanual, la cifra más alta en 24 años. Se estima que ésta se mantenga al alza tanto por el contexto internacional, dado el alza en alimentos y *commodities* energéticos, como nacional, luego de que el congreso aprobó el sexto retiro de fondos provisionales que puede provocar un sobrecalentamiento de la economía. Lo anterior aumenta el riesgo de que se realicen nuevas manifestaciones sociales en contra de las significativas alzas en los precios. Asimismo, la minera Las Bambas, una de las principales mineras de cobre que produce el 2% del cobre mundial, ya lleva 6 semanas con operaciones paralizadas debido a protestas de las comunidades aledañas a ésta, estimándose una pérdida de más de USD 400 millones al dejar de exportar su producción. En el escenario político, el presidente Pedro Castillo está siendo investigado por tráfico de influencias y relacionarse con una organización criminal -donde se encuentra acusado de liderarla-, relacionado a adjudicaciones de contratos públicos del ministerio de transporte. Lo anterior se suma a los altos niveles de desaprobación de la gestión del presidente y el congreso y a la tensa relación existente entre ellos. Todo este escenario de riesgo idiosincrático provocó que durante mayo se presentará una salida de flujos a fondos y ETF's muy significativa (~15.6% del total de activos gestionados). Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio de 5 años en términos absolutos. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con un complejo escenario político que genera problemas de gobernabilidad y riesgo de agudizar movilizaciones sociales, se decide **llevar a *underweight* el posicionamiento de acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, la actividad económica de marzo se desaceleró fuertemente cayendo a 4.8% interanual, mientras que los niveles de inflación se mantienen al alza llegando en abril a 58%, correspondiendo al mayor registro en 30 años y con una inflación subyacente que se acelera por tercer mes consecutivo. Por su parte, el complejo escenario fiscal genera que sea muy difícil para el gobierno cumplir con las metas acordadas con el FMI (especialmente aquellas de la acumulación de reservas, déficit fiscal y la emisión monetaria del banco central). Asimismo, dentro del oficialismo permanece un quiebre entre el presidente y la vicepresidenta, lo que dificulta la gobernabilidad. Respecto a valorizaciones, se mantiene el descuento en activos argentinos. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y sin una gobernanza clara, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

China: Se mantiene la exposición neutral en acciones chinas

Luego de meses difíciles, con estrictas restricciones a la movilidad en las principales ciudades del país, se comienzan a ver señales positivas. Los casos han disminuido consistentemente, lo que ha llevado a las autoridades a iniciar la reapertura de la actividad económica. En este escenario, los indicadores líderes PMI comenzaron a ver mejoras en mayo, aunque aún se mantienen en terreno de contracción económica. Por su parte, las autoridades continúan anunciando una serie de estímulos para dar soporte a la economía. Por el lado fiscal se anunciaron más de 50 medidas entre las que se incluía devolución de impuestos corporativos, subsidios al consumo y diversos planes de inversión en infraestructura. En tanto, por el lado monetario se recortó la tasa de referencia a 5 años, la cual afecta principalmente al sector inmobiliario, con el objetivo de dar soporte a uno de los sectores más importantes de la economía y que ha estado muy dañado en el último año.

En cuanto al sector corporativo, las expectativas de utilidades siguieron corrigiéndose a la baja, en línea con la paralización económica de los últimos meses. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo descontadas respecto a su promedio histórico, ubicándose entre 1 y/o 2 desviaciones estándar bajo sus promedios según el ratio o el plazo que se observe. Con respecto a flujos, se han comenzado a observar entradas nuevamente en los instrumentos chinos, en línea con la reapertura que ha motivado el apetito de los inversionistas más proclives al riesgo. Si bien el escenario luce mejor que un mes atrás, la incertidumbre de posibles rebrotes (y nuevas restricciones) y la compleja transición hacia un crecimiento de calidad v/s cantidad que afecta las perspectivas estructurales sobre China nos lleva a mantener la cautela y **la exposición neutral en acciones chinas**.

Asia Emergente ex China: Se mantiene el *UW*

Los ruidos de recesión en EE.UU. y Europa continúan en medio de alzas de tasas que afectarán la demanda global. En este escenario, se espera que las economías con un alto sesgo exportador como las de la región se vean desfavorecidas. A su vez, las expectativas inflacionarias en la región comienzan a aumentar en línea con el inicio del ajuste monetario en la mayoría de los países. Además, los *commodities* permanecen con precios elevados lo que afecta los términos de intercambio y las valorizaciones no lucen descontadas relativo a pares emergentes. En este escenario, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China**.

Luego de recuperarse en el primer trimestre, las acciones **indias** vieron una caída significativa en mayo (~6% en USD). Las altas valorizaciones relativas a mercados emergentes, el aumento en la inflación y el consiguiente inicio del alza de tasas explicarían en parte lo anterior. Además, la recuperación económica, o la velocidad de ésta, se comienza a moderar y así lo ratificó el crecimiento del PIB del primer trimestre del año de 4.1% anual, desacelerándose respecto al 5.4% del último trimestre del 2021. En cuanto al sector corporativo, las utilidades se han corregido marginalmente al alza en el último mes, mientras que las valorizaciones comienzan a lucir bajo promedios históricos. Sin embargo, relativo al resto de los mercados de la región y/o pares emergentes, éstas siguen luciendo caras. Lo anterior no ha logrado impulsar el apetito de inversionistas globales y en los últimos 3 meses se registran salidas de flujos por más de 3% del total de activos administrados. Dado lo anterior, **se decide mantener la subexposición en acciones indias**.

A pesar del alza de tasas y la desaceleración global, la economía **surcoreana** se ha mantenido resiliente. La confianza de los consumidores sigue en terreno optimista y la alta demanda de semiconductores continúa. En este escenario

las ventas minoristas de abril crecieron más de 10% anual y las exportaciones de mayo más de 20%, ambas sobre lo estimado. Además, el PMI manufacturero sigue en terreno de expansión económica y fue de 51.8 pts. en octubre. No obstante, el ajuste monetario continuaría en los próximos meses luego de que la inflación de mayo fuera 5.4% anual (sobre el 4.8% previo y el 5.1% estimado) lo que se suma a ruidos de recesión para el próximo año que probablemente afectarán al sector exportador local. Con lo anterior, el sector corporativo y sus utilidades se verían afectadas lo cual ya se refleja en los flujos negativos de los últimos 3 meses por más de 1% del total de activos administrados. Además, las valorizaciones no lucen atractivas relativo a pares globales a pesar de que se ubican con descuento respecto a promedios históricos. Con todo, **se decide mantener la sobreexposición en acciones surcoreanas.**

Al igual que el caso de Corea, la desaceleración global probablemente afectará a una economía con alto sesgo exportador como **Taiwán**. Además, el inicio de alza de tasas probablemente afectará las perspectivas de crecimiento de las compañías y el consumo interno. Lo anterior ya se refleja en el PMI de mayo que cayó a 50 pts., ubicándose en terreno neutro de expansión/contracción económica para los próximos meses. A su vez, lo anterior también ya parece descontado en gran parte por el mercado y la moneda. Las valorizaciones se ubican más de 1.5 desviaciones estándar bajo el su promedio histórico y el dólar taiwanés se ha depreciado en torno a un ~13% en lo que va del año. Con lo anterior, **se decide mantener la exposición neutral en acciones taiwanesas.**

Para lo que va del año, solo **Indonesia** ha destacado dentro del sudeste asiático con retornos positivos. La mejora en sus términos de intercambio por el sesgo exportador de *commodities* explicarían lo anterior. También ha ayudado una corrección al alza en las utilidades esperadas y seguir dando soporte monetario. Por otro lado, Tailandia y/o otras economías de la región siguen viéndose afectadas por un deterioro de sus términos de intercambio, el rezago en la llegada de turistas y el inicio del ajuste monetario que probablemente afectará el crecimiento en los próximos meses. Con respecto a valorizaciones, éstas lucen bajo promedios históricos, pero no relativas a mercados emergentes. Con todo lo anterior, se decide seguir favoreciendo las economías con mayor exposición a *commodities* como **Indonesia**, mientras que se mantiene a la **subexposición en Tailandia.**

EMEA: Se mantiene el OW

Toma de utilidades en Arabia Saudita y/o países de medio oriente habrían motivado principalmente las caídas del último mes. Sin embargo, esperamos que el precio del petróleo se mantenga alto principalmente por la escasez de oferta luego de que se sigan aplicando sanciones sobre uno de los principales proveedores globales (Unión Europea prohibirá en torno al 90% de las importaciones de crudo de Rusia). Además, las valorizaciones se ajustan o se ubican por debajo de sus promedios históricos. Con todo, **se decide mantener la sobreexposición en EMEA.**

Luego de las bruscas caídas de abril, las acciones **sudafricanas** recuperaron terreno y rentaron positivo durante mayo. Sin embargo, las señales de desaceleración continuaron con el PMI manufacturero ubicándose en 50.7 pts., menor al registro previo y marginalmente en expansión económica. A su vez, las expectativas corporativas se moderan con corrección a la baja en el último mes de las utilidades esperadas para el 2022 de ~3%. Además, los flujos siguen siendo negativos, con salidas en el último mes de 5% del total de activos administrados. No obstante, las valorizaciones continúan viéndose descontadas tanto relativo a pares emergentes como sus promedios históricos. Con todo, **se decide neutralizar desde *overweight* la exposición en acciones sudafricanas.**

La alta inestabilidad macroeconómica y política en **Turquía** sigue afectando el desempeño de las acciones turcas, que cerraron con caídas en el último mes. Lo anterior a pesar de valorizaciones que siguen luciendo descontadas y una lira turca que se ha depreciado ~48% en el último año. Además, los flujos siguen mostrando salidas dando cuenta del poco apetito por riesgo de los inversionistas globales. Con todo, y ante valorizaciones muy descontadas pero un *outlook* corporativo y económico complejo, **se decide reducir la subexposición en acciones turcas.**

Se reduce el **UW** en las economías **C1 (Polonia, República Checa y Hungría)**. Si bien el escenario económico y corporativo luce negativo para los próximos meses dada la proximidad económica con Rusia y la alta dependencia del último, las valorizaciones ya parecen descontar en gran parte dicho escenario luciendo más de dos desviaciones estándar bajo sus promedios históricos.

Finalmente, y luego de meses al alza, **Arabia Saudita** vio una corrección en el último mes. Sin embargo, lo anterior parece responder más a una toma de utilidades que a un deterioro de las expectativas económicas y/o corporativas. El precio del petróleo sigue fortaleciéndose, ahora impulsado por la reapertura en China y las sanciones ya oficializadas de embargo al petróleo ruso por parte de las autoridades europeas. Además, las valorizaciones no lucen caras, ajustadas a sus promedios históricas y no se han observado salidas de flujos significativas. Con todo, se decide tomar parte de utilidad y **reducir el OW en acciones saudíes**.

Renta Fija

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

De acuerdo con lo comentado al inicio de este documento, las tasas de interés han operado al alza y el *treasury* a 10 años vuelve a alcanzar el 3%, debido al contexto de un menor crecimiento y una mayor inflación en la economía global, con el Fed comenzando la normalización de política monetaria y el Banco Central Europeo ad portas de iniciar el alza de tasas de referencia. En este sentido, el bajo *yield* real ofrecido por los *treasuries* americanos junto a su elevada duración restan atractivo a la subclase de activo, la cual de todas formas goza de la cualidad de activo de refugio frente a eventos de cola, cada vez más comunes en el mundo. Con todo, la discusión respecto a si las proyecciones de inflación alcanzaron un *peak* sigue vigente, por lo que este mes se decide mantener la exposición neutral en *treasuries* nominales y la sobreexposición en TIPS.

US Mortgages: neutral

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

US Investment Grade: se mantiene el overweight

El castigo que ha sufrido la subclase de activo (-12.3% acumulado en el año), sumado a un *yield* real que supera el 1.3%, nos lleva a mantener el *OW* en *US Investment Grade*, suponiendo que el alza de tasas de interés no se acelere de forma importante, dado el riesgo que supone la elevada duración de 7.9 años.

US High Yield: se aumenta el overweight

A diferencia del *Investment Grade*, el *High Yield* estadounidense exhibe una menor duración (4.7 años) y un *yield* atractivo relativo a las otras subclases de activo (4.0% real), lo cual se traduce en una de las combinaciones de riesgo/retorno más favorecidas en el relativo a otras opciones. En este sentido, se mantiene el *OW* en *US HY* dado además por la fortaleza corporativa de las compañías americanas y las bajas tasas de *default* estimadas.

Europe Broad: underweight

En el caso de Europa, el contexto macroeconómico sigue siendo muy desafiante debido a la fuerte exposición a la guerra en Ucrania, las presiones inflacionarias y la desaceleración económica, como se comentó anteriormente. Lo anterior, junto a una combinación de bajo retorno ofrecido y elevada duración, nos lleva a mantener la subexposición en *Europe Broad* dado que aún hay suficiente espacio para que sigan subiendo las tasas de interés ante una inflación que, a diferencia de EE.UU., sigue acelerándose.

Europe High Yield: se neutraliza la posición

Similar al caso de Estados Unidos, la mejor combinación de riesgo/retorno del *High Yield* versus el *Investment Grade* nos lleva a favorecer la exposición de la subclase de activo, pero dado el entorno desafiante mencionado, se decide llevar a neutral la posición en *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

La revisión macroeconómica del país es desfavorable como se abordó previamente, lo cual, sumado a un *yield* real negativo y a una duración de casi 10 años, nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos y soberano de mayor calidad crediticia

En el caso de la deuda emergente, el aumento en el riesgo de crédito, en el contexto de tasas de *default* esperadas que están en general en línea con sus promedios históricos, se justifica para conseguir *yields* mayores al mundo desarrollado. En este sentido, se favorece la deuda corporativa *high yield* por su *yield* de 8.4% junto a una duración menor a 4 años, en un entorno de salud financiera de compañías en su mejor nivel de los últimos años, especialmente en cuanto a la exposición a LatAm. Por el lado contrario, la deuda soberana *high yield*, si bien exhibe un *yield* de más de 10%, tienen una calidad crediticia muy inferior a las demás alternativas, por lo que el riesgo/retorno de esta opción es menos atractivo. De la misma forma, la fortaleza del dólar no permite apostar por una apreciación significativa de monedas emergentes, reduciendo el atractivo por *local markets*. Dado esto, en el mes se aumenta el *OW* en deuda corporativa emergente *high yield*, reduciendo tanto la deuda soberana *high yield* como la exposición a *local markets*, llevándolos a un neutral. En el caso de la deuda soberana *Investment Grade*, se mantiene la sobreexposición sin variación.

Exposición a monedas – junio 2022

Monedas	Bench.	Mayo	Junio	OW/UW	Cambio	
USD	41.8%	45.7%	44.8%	OW	3.0%	-
EUR	17.5%	11.3%	12.3%	UW	-5.1%	+
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	OW	0.1%	
JPY	6.4%	6.4%	6.4%	N		
GEMs	33.0%	35.1%	35.0%	OW	2.0%	-
	100%	100%	100%			

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

Resultados TAACo Global – Mayo 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%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0	13.4
Renta Fija	50%	40%	-10%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.9	3.3
Caja	0%	5%	5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7	
Oro	0%	5%	5%	-3.8%	0.0%	-0.2%	-18.6	
Cobertura						0.0%	2.1	
Portafolio					-0.09%	-0.09%	-16.7	16.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								0.0
Europe ex UK	13.1%	10.1%	-3.0%	-0.4%	-0.05%	-0.04%	0.6	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.01%	0.00%	0.2	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	1.4%	0.04%	0.04%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	-2.5%	-2.9%	-0.42%	-0.34%	6.8	
US Large Cap Value	15.7%	18.7%	3.0%	1.8%	0.28%	0.34%	5.9	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.2	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	1.6%	0.08%	0.03%	-5.3	
Desarrollados	56.3%	51.3%	-5.0%	-0.1%	-0.07%	0.02%	8.5	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	6.5%	0.26%	0.47%	21.2	
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	2.2%	3.1%	0.02%	0.09%	7.1	
China	11.8%	11.8%	0.0%	1.2%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	-0.1%	-0.02%	-0.01%	-0.1	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-2.3%	-0.09%	-0.09%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	8.2%	1.6%	-6.3%	-0.42%	-0.52%	-9.9	
Emergentes	43.7%	48.7%	5.0%	-0.2%	-0.10%	0.07%	18.4	
Equities					-0.17%	0.09%	26.9	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	0.2%	0.02%	0.02%	0.0	
US TIPS	1.4%	2.6%	1.2%	-1.0%	-0.01%	-0.03%	-1.2	
US Mortgages	7.9%	7.9%	0.0%	1.1%	0.09%	0.09%	0.0	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	0.9%	0.07%	0.09%	2.7	
US High Yield	1.7%	3.7%	2.0%	0.2%	0.00%	0.01%	0.5	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	-1.5%	-0.30%	-0.20%	10.1	
Europe High Yield	0.7%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-0.01%	0.00%	1.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	0.6%	0.05%	0.02%	-2.9	
Deuda Desarrollados	57.7%	51.9%	-5.8%	-0.2%	-0.09%	0.01%	10.2	
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	0.9%	0.8%	0.03%	0.04%	0.7	
EM Sovereign HY	6.0%	7.4%	1.4%	-0.6%	-0.04%	-0.05%	-0.9	
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	1.5%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Corporate HY	6.4%	8.0%	1.6%	-1.3%	-0.09%	-0.11%	-2.2	
EM Local Markets	22.2%	22.6%	0.4%	0.8%	0.19%	0.19%	0.3	
Deuda Emergente	42.3%	48.1%	5.8%	0.2%	0.09%	0.07%	-2.0	
Fixed Income					0.00%	0.08%	8.2	

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

En mayo la cartera TAACo Global tuvo una pérdida marginal de -0.1%, al igual que el *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos destruyó valor principalmente por la posición larga en oro y corta en renta fija; (ii) la selección de instrumentos generó ganancias principalmente en renta variable donde nos benefició el largo en Latinoamérica, en *US value* y el corto en *US growth*. En renta fija la selectividad fue positiva en el margen, la mayor contribución de valor provino del posicionamiento corto en bonos soberanos europeos en un mes que las tasas de interés continuaron aumentando ante una inflación que sigue acelerándose.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-0.1%	-5.0%	-9.5%	-10.1%	4.2%	3.7%	4.7%	6.8%	9.4%
Benchmark	-0.1%	-6.8%	-11.8%	-12.1%	3.1%	2.7%	3.8%	4.9%	8.9%
Out/Under perf. (bps)	-0	173	230	197	114	100	90	187	
Acciones	0.1%	-6.5%	-12.8%	-12.8%	7.4%	5.0%	6.6%	4.7%	14.0%
Benchmark	-0.2%	-7.3%	-13.8%	-13.5%	7.0%	4.7%	6.3%	4.0%	13.9%
Europe ex UK	-0.4%	-7.7%	-16.9%	-15.1%	5.5%	2.1%	5.9%	3.2%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-0.5%	-7.5%	-18.0%	-18.2%	9.1%	4.0%	9.8%	10.1%	34.6%
UK	1.4%	-3.3%	-2.1%	-1.6%	2.0%	-0.5%	1.3%	0.5%	17.4%
US Large Cap Growth	-2.9%	-12.5%	-23.6%	-8.6%	18.5%	15.7%	15.3%	--	28.5%
US Large Cap Value	1.8%	-0.4%	-4.9%	1.7%	9.6%	6.8%	8.8%	5.3%	11.8%
US Small Caps	0.0%	-7.4%	-14.1%	-12.8%	10.5%	8.2%	10.6%	10.9%	15.6%
Japan	1.6%	-8.7%	-14.3%	-15.0%	3.0%	1.6%	5.0%	1.8%	21.8%
Desarrollados [1]	0.1%	-5.7%	-13.0%	-4.8%	12.6%	9.7%	11.1%	8.4%	22.4%
LatAm	6.5%	2.9%	15.7%	-3.8%	-2.8%	-0.6%	-3.2%	6.2%	20.8%
LatAm Small Cap	3.1%	3.7%	9.9%	-12.0%	-1.5%	0.4%	-4.1%	8.8%	31.9%
China	1.2%	-10.7%	-16.7%	-35.9%	-0.1%	1.3%	5.0%	11.0%	54.1%
EM Asia ex China	-0.1%	-5.6%	-10.4%	-9.4%	13.1%	7.8%	7.7%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-2.3%	-6.0%	-14.4%	-11.2%	10.8%	4.8%	5.1%	9.8%	33.2%
EM Europe and Middle East	-6.3%	-17.1%	-28.6%	-25.1%	-6.8%	-3.5%	-3.8%	2.1%	11.8%
Emergentes [1]	0.4%	-7.3%	-11.8%	-19.8%	5.0%	3.8%	4.2%	11.1%	37.3%
Renta fija	0.1%	-5.8%	-9.8%	-10.6%	-0.6%	0.7%	1.5%	5.8%	5.4%
Benchmark	0.0%	-6.2%	-9.9%	-10.7%	-1.1%	0.3%	1.1%	5.0%	5.3%
US Govt Agencies	0.2%	-5.9%	-8.3%	-7.5%	-0.3%	0.9%	1.1%	4.7%	2.3%
US TIPS	-1.0%	-4.8%	-5.9%	-1.4%	4.4%	3.7%	2.0%	6.4%	3.0%
US Mortgages	1.1%	-5.0%	-7.3%	-7.6%	-0.7%	0.6%	1.4%	4.8%	2.5%
US Corps	0.9%	-7.0%	-11.9%	-10.3%	0.8%	1.9%	2.9%	6.5%	6.4%
US High Yield	0.2%	-4.4%	-8.0%	-5.3%	3.3%	3.6%	5.4%	9.3%	7.5%
Europe Broad	-1.5%	-6.9%	-10.0%	-10.2%	-2.3%	-0.5%	2.0%	4.8%	0.7%
Europe High Yield	-1.4%	-4.1%	-8.1%	-6.9%	1.2%	1.6%	5.4%	8.7%	6.2%
Japan Broad	0.6%	-11.2%	-12.3%	-16.4%	-6.5%	-3.0%	-3.9%	1.3%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	0.0%	-6.4%	-9.3%	-8.9%	-0.7%				
EM Sovereign IG	0.8%	-7.3%	-15.6%	-13.8%	-0.9%	1.1%	2.7%	8.1%	9.4%
EM Sovereign HY	-0.6%	-4.9%	-11.8%	-13.6%	-2.9%	-1.6%	3.0%	9.7%	9.4%
EM Corporate IG	0.0%	-6.0%	-11.9%	-10.8%	0.0%	1.6%	3.0%	--	6.7%
EM Corporate HY	-1.3%	-5.1%	-13.0%	-16.2%	-0.7%	1.3%	4.5%	--	9.9%
EM Local Markets	0.8%	-4.7%	-6.5%	-9.6%	0.1%	0.5%	0.4%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	0.2%	-5.1%	-10.3%	-12.3%	-0.7%				
Caja	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	-3.8%	-3.7%	1.8%	-3.2%	12.4%	7.7%	1.7%	12.9%	12.7%

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	15.7x	14.9x	2.0%	2.9x	2.2x	14%	8%	16%	1.1
US	17.4x	16.0x	2.0%	4.0x	2.9x	18%	10%	29%	1.0
Europe	12.8x	13.1x	4.0%	1.9x	1.8x	13%	5%	11%	1.0
Japan	13.0x	14.8x	3.0%	1.4x	1.3x	-1%	5%	9%	-13.0
EM	10.9x	11.5x	3.0%	1.7x	1.8x	-2%	10%	12%	-5.5
EM Asia	11.2x	12.2x	3.0%	1.6x	1.8x	2%	12%	12%	5.6
CEEMEA	11.2x	9.3x	4.0%	1.9x	1.5x	-36%	10%	25%	-0.3
LatAm	8.6x	12.0x	8.0%	1.8x	2.0x	15%	-3%	22%	0.6
China	9.8x	11.7x	3.0%	1.3x	2.0x	5%	17%	11%	2.0
S.Korea	8.8x	9.8x	2.0%	1.1x	1.2x	4%	10%	14%	2.2
Taiwan	11.9x	14.4x	4.0%	2.3x	1.9x	1%	1%	20%	11.9
India	18.8x	17.0x	2.0%	3.4x	3.2x	21%	17%	15%	0.9
Indonesia	15.1x	14.1x	4.0%	2.5x	3.3x	12%	9%	17%	1.3
Malaysia	14.1x	14.9x	4.0%	1.5x	1.9x	2%	13%	11%	7.1
Thailand	17.6x	13.3x	3.0%	2.1x	2.1x	8%	12%	10%	2.2
Philippines	15.7x	16.3x	2.0%	1.8x	2.5x	26%	20%	9%	0.6
S.Africa	8.1x	12.3x	5.0%	1.8x	2.4x	12%	15%	19%	0.7
Turkey	4.3x	8.2x	9.0%	1.2x	1.5x	26%	-2%	24%	0.2
Poland	8.3x	11.7x	5.0%	1.1x	1.4x	-15%	-3%	13%	-0.6
Czech R.	13.2x	12.5x	6.0%	2.2x	1.7x	96%	17%	21%	0.1
Saudi	17.4x	14.4x	3.0%	2.8x	2.1x	19%	10%	33%	0.9
UAE	14.2x	11.5x	4.0%	1.9x	1.4x	-9%	11%	13%	-1.6
Brazil	7.2x	10.8x	9.0%	1.8x	1.8x	13%	-6%	26%	0.6
Mexico	13.8x	15.1x	4.0%	2.1x	2.6x	18%	9%	23%	0.8
Chile	13.1x	15.4x	5.0%	1.6x	1.9x	30%	-3%	15%	0.4
Colombia	8.0x	13.3x	13.0%	1.3x	1.6x	23%	2%	25%	0.3
Peru	10.7x	12.7x	5.0%	1.8x	3.0x	56%	-1%	23%	0.2

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 25 de mayo 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 aquellas expresadas en el presente informe.