

TAACo Global	Desempeño							Volatilidad 5 años *
	Ene	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	5.7%	12.6%	-7.1%	1.7%	1.2%	3.5%	6.8%	10.2%
Benchmark	5.5%	12.7%	-10.1%	0.2%	0.3%	2.5%	4.9%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	17	-11	300	147	92	92	193	
Acciones	7.5%	14.1%	-10.0%	3.7%	1.2%	4.6%	4.7%	14.9%
Benchmark	7.4%	15.1%	-10.5%	3.4%	1.0%	4.4%	4.0%	14.8%
Renta Fija	3.7%	10.1%	-9.2%	-2.8%	-0.5%	0.9%	5.8%	6.2%
Benchmark	3.6%	10.3%	-10.1%	-3.4%	-0.9%	0.4%	4.9%	6.2%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	6.1%	17.4%	7.2%	6.7%	7.4%	1.5%	13.2%	13.6%

Resultados al 31 de enero de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

Momentum especial

El tradicional *rally* navideño característico de los mercados accionarios que se da en diciembre y el año pasado fue una de las excepciones, se postergó a enero de 2023. Luego de caer 4% las acciones globales, bajar 6% el S&P 500 y retroceder casi 9% el Nasdaq en diciembre, en enero rebotaron 7%, 6% y casi 11%, respectivamente. En el caso del Nasdaq fue la mayor alza en este mes desde 2001.

El origen del *momentum* que vive el mercado es que se está materializando el escenario de una desaceleración o recesiones poco profundas *-soft landing-* producto de las alzas de tasas de interés y retiro de liquidez de parte de los bancos centrales del mundo, liderados por el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos. A ello se suma una importante “vuelta de timón” en China: fin de la política cero COVID, estímulos económicos y una postura oficial de apoyo explícito al crecimiento.

Esto significa que, al menos en el corto plazo, esta tendencia tendría soporte. Que baje el riesgo de una recesión profunda en Estados Unidos y que la actividad económica china mejore genera una importante amortiguación al menor crecimiento esperado para éste y el próximo año. Y siendo estas economías los dos motores globales, ello tiene repercusiones prácticamente en todo el mundo. Si bien la inflación aún es alta, ésta habría llegado a máximos, lo que mejora las perspectivas en cuanto a que las tasas de interés también estarían en *peaks*. Hay señales -aún tempranas- que las presiones en precios están cediendo y, a pesar de que el mercado laboral en Estados Unidos se viene mostrando resiliente, ello no se traspasó hasta el momento a aumentos en los precios.

En su revisión de enero, el Fondo Monetario Internacional (FMI), corrigió al alza las proyecciones de crecimiento para 2023. En cuanto al sector corporativo, los estimados de crecimiento de utilidades de las compañías habrían llegado al mínimo de este ciclo. Actualmente el mercado espera un aumento de las utilidades de las compañías del S&P 500 de apenas un 1% para este año. En términos históricos, los múltiplos de las valorizaciones actuales lucen muy bajos -solo comparables a la gran crisis del 2008, y no quedaría espacio para mayores contracciones. Lo que

Índice

Momentum especial	1
Asignación de activos	4
Resultados	14
Desempeño.....	15
Valorizaciones.....	16

Enero se caracterizó por un *rally* de los mercados globales

El origen del positivo *momentum* se enmarca en la materialización de un *soft landing* y una “vuelta de timón” de China

Menor riesgo de recesión profunda en EE.UU., reapertura china e inflación cediendo entregan soporte a la actual tendencia de los mercados

Los estimados de crecimiento de utilidades de las compañías habrían llegado al mínimo, lo que junto con valorizaciones presionadas genera un riesgo al alza



genera un riesgo más bien al alza de los estimados de las utilidades corporativas en la medida que no se dé una recesión profunda sino el *soft landing* mencionado.

Adelante en el ciclo está el índice accionario chino, en cuyo sector corporativo se han visto correcciones al alza en las proyecciones de ganancias, en la medida que se ha ido concretando la reapertura de la economía. Desde la apertura de China a principios de los 80s, lo que ha sucedido, al contrario de ciertas creencias que pensaban que su incursión y crecimiento iba a concentrar el polo de actividad en desmedro de otros países de Asia, es que más bien ha actuado como un acelerador de las economías de la región, generando un círculo virtuoso. Y éste va más allá de su región. También se ha hecho evidente que la economía de Alemania, por ejemplo, que es de las mayores exportadoras del mundo, está profundamente conectada al ritmo de la economía china y no como competencia, sino que más bien su actividad es impulsada fuertemente por ella.

En nuestro análisis de este mes intentamos analizar cuánto impulso les queda a los precios de las materias primas. La reapertura china es un soporte, ciertamente; aunque cabe considerar que el crecimiento del gigante asiático está re balanceándose más hacia el consumo que la inversión, que es lo que prevaleció desde la entrada de china al comercio mundial a principios de los 80s hasta antes de la pandemia. También por el lado de la demanda de los *commodities* desempeña un rol clave la transición energética. Queda un largo tiempo aún de uso de la energía tradicional y cíclicamente el conflicto en Ucrania no sólo aceleró la transición a energías limpias (lo que beneficia, por ejemplo, al cobre, litio, cobalto, etc.), sino que hizo necesario un mayor uso de las energías tradicionales (petróleo y derivados). El comportamiento de los precios de las materias primas puede diferir significativamente, más aún si consideramos metales preciosos y *soft commodities* (alimentos, algodón).

En cuanto a monedas, el dólar viene debilitándose: el índice DXY ha bajado alrededor de 8% en los últimos tres meses. Sin embargo, se encuentra aún en niveles históricamente altos y hay espacio para que siga devaluándose, tanto respecto de monedas de países desarrollados como de emergentes.

Como siempre, los mercados, y la economía global son vulnerables a riesgos. Algunos asociados a un rebote o prevalencia de la inflación que genere la necesidad de mayores alzas en las tasas de interés y con ello una recesión más profunda. Asimismo, está lo que el FMI denomina la fragmentación geoeconómica que es un nombre más para la desglobalización y el regionalismo, producto de la rivalidad entre China Y Estados Unidos, la guerra en Ucrania y otros conflictos. En síntesis, esta segunda Guerra Fría que estamos viviendo conlleva el riesgo que las tensiones suban, se den ataques materiales, en el ámbito económico (guerras comerciales, sanciones, etc.) o -peor aún- el militar, lo que potencialmente puede ser catastrófico.

El crecimiento chino ha generado un círculo virtuoso para el resto de países asiáticos y Europa

La actividad china está re balanceándose más hacia el consumo que la inversión, pero es un soporte para el precio de materias primas, al igual que la transición energética. El comportamiento de los precios puede diferir significativamente

El dólar se ha debilitado y hay espacio para que continúe esta tendencia

Los mercados son vulnerables a riesgos; un rebote o prevalencia de la inflación y la fragmentación geoeconómica

Se aumenta la asignación a acciones relativo a renta fija, sobre ponderando Europa, Asia Emergente y América Latina



En febrero y en línea con ir incrementando la posición en renta variable gradualmente, se aumenta la asignación a acciones relativo a renta fija, con posiciones: primero de sobre ponderación en Europa, dadas las atractivas valorizaciones, el impulso de un escenario global más benigno a lo esperado, así como la resiliencia mostrada ante la crisis energética. Luego asignaciones equilibradas en acciones estadounidenses y favoreciendo la renta variable en Asia emergente y América Latina.

La renta fija mantiene atractivo como fuente de ingresos corrientes; se favorecen papeles EE.UU. de menor duración y bonos corporativos emergentes

En renta fija las tasas de interés actuales, a pesar de las bajas mantienen su atractivo, como fuente de ingresos corrientes. Si bien se generaron ganancias de capital por las caídas en las tasas de interés en los bonos del Tesoro de Estados Unidos, la curva de tasas aún está invertida (tasas de corto plazo mayores a las de largo), por lo que en este tipo de bonos se favorece la posición en papeles de menor duración en los que aún hay espacio para que las tasas bajen y el valor de éstos suba. Asimismo, se sigue sobre ponderando bonos corporativos emergentes, tanto en dólares como en moneda local.

Asignación de activos – febrero 2023

TAACo Global	Bench.	Enero	Febrero	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	52%	55%	OW	5%	3.0% +	Se aumenta OW de acciones en desmedro de los bonos
Renta Fija	50%	48%	45%	UW	-5%	-3.0% -	
Caja				N			
Oro				N			
Total Cartera							
Europe ex UK	13.1%	13.1%	14.0%	OW	0.9%	0.9% +	Se lleva OW Europa desde neutral
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.4%	1.4%	N			
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N			US: se neutraliza Large Cap Growth, Value, y Small Caps
US Large Cap Growth	14.3%	12.5%	14.3%	N		1.8% +	
US Large Cap Value	15.7%	17.0%	15.7%	N		-1.3% -	
US Small Caps	4.1%	5.1%	4.1%	N		-1.0% -	Se mantiene UW en Japón
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%		
Mercados desarrollados	56.3%	53.8%	54.2%	UW	-2.1%	0.4% +	
LatAm	4.1%	6.1%	5.7%	OW	1.6%	-0.4% -	Se reduce el OW Latam
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%		
China	11.8%	12.8%	11.8%	N		-1.0% -	Se neutraliza China y se lleva a OW Asia EM
EM Asia ex China	16.5%	16.5%	17.5%	OW	1.0%	1.0% +	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N			Se mantiene EMEA en UW
EM Europe and Middle East	6.6%	5.1%	5.1%	UW	-1.5%		
Mercados emergentes	43.7%	46.2%	45.8%	OW	2.1%	-0.4% -	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 5Y	6.5%	7.0%	7.5%	OW	1.0%	0.5% +	Treasuries 5Y OW ante una reversión de la curva invertida
Treasuries 10Y	11.2%	11.2%	11.2%	N			
Treasuries 30Y	6.4%	5.9%	6.4%	N		0.5% +	Se mantiene UW en TIPS
US Tips	2.9%	0.4%	0.4%	UW	-2.5%		
Global Corporate IG	26.4%	27.5%	27.5%	OW	1.1%		OW Global IG / Neutral en HY
Global Corporate HY	4.6%	4.6%	4.6%	N			
Deuda desarrollados	58.0%	56.6%	57.6%	UW	-0.4%	1.0% +	Se mantiene el OW Emergentes
EM Sovereign IG	5.3%	2.1%	2.1%	UW	-3.2%		
EM Sovereign HY	5.6%	3.0%	3.0%	UW	-2.6%		UW en soberanos
EM Corporate IG	3.9%	6.5%	6.5%	OW	2.6%		
EM Corporate HY	5.0%	8.1%	7.1%	OW	2.1%	-1.0% -	OW en corporativos IG, HY y Local Markets
EM Local Markets	22.2%	23.7%	23.7%	OW	1.5%		
Deuda emergente	42.0%	43.4%	42.4%	OW	0.4%	-1.0% -	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

Este mes se vuelve a aumentar en forma moderada la exposición a renta variable en línea con construir una posición de largo plazo, llevando a un *underweight* más pronunciado la renta fija. Se deja la cartera sin exposición a caja ni oro. La reapertura de China dará soporte al crecimiento global y menores presiones inflacionarias llevarían a un ajuste monetario menos agresivo. De esta forma, aumentan las probabilidades de un aterrizaje suave de la economía más que una recesión. En renta variable, se diversifica la posición en China, que ha subido más de USD 50% en los últimos 3 meses, favoreciendo acciones como las europeas y asiáticas que aun muestran rezago y se benefician de la reactivación china, con valorizaciones todavía atractivas. Las asignaciones en renta fija están sobre ponderadas en bonos del tesoro de menor duración, corporativos *investment grade* en búsqueda de activos de calidad, y productos de *spread*.

Renta Variable

Europa ex UK: se aumenta a *overweight* el posicionamiento en *Large Cap*, manteniendo neutral *Small Cap*

Continúa el buen *momentum* económico de la región, la cual se ha beneficiado de un invierno menos frío que ha permitido evitar – de momento- la crisis energética. Por su parte, la reapertura de China también será un soporte para el crecimiento ya sea por un mayor flujo de turistas, demanda de servicios e impulso a la actividad industrial.

La región ha demostrado su resiliencia y en el cuarto trimestre del año creció 0.1% trimestral, evitando la contracción a pesar de los pronósticos. En la misma línea, el FMI revisó al alza el crecimiento esperado de la Eurozona para 2023 desde 0.5% a 0.7%, destacando la corrección que tuvo Alemania desde -0.3% a 0.1% e Italia desde -0.2% a 0.6%.

Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios mejoran en enero, llevando al compuesto a 50.3 pts., por primera vez en terreno de expansión desde junio del año pasado. La confianza del inversionista Sentix y la del consumidor mejoran, aunque se mantienen en terreno de pesimismo. El consumo continúa deprimido -con una base de comparación exigente dada la reapertura del año pasado-, pero las expectativas mejoran en forma significativa con la caída de los precios de la energía que libera presupuesto en los hogares y la reapertura china.

Por su parte, a pesar de que la inflación comienza a ceder (8.5% anual en enero), la medida subyacente -que excluye componentes volátiles como combustibles y alimentos- persiste en niveles elevados (5.2% anual en enero, al igual que en diciembre). En tal escenario, el Banco Central Europeo continuará con la política monetaria contractiva y en la reunión de enero -en que subió 50 pbs. hasta 2.50%- anunció la subida de otros 50 pbs. para la reunión de marzo. Se espera que la tasa pueda llegar a 3.50% a mediados de año para quedarse en ese nivel hasta fines de año.

Al igual que el crecimiento económico sorprendió a finales del año pasado, el sector corporativo logra superar las expectativas. Al 6 de febrero ha reportado cerca de un 25% de Eurostoxx 600 con utilidades que crecen ~10% y sorprenden al alza. Se estima que las utilidades crezcan 2.2% en 2023, dato que se mantenido estable el último mes. El índice accionario ha subido casi 25% en los últimos tres meses (en USD), sobre el desempeño de pares desarrollados, no obstante, aún se mantiene el rezago de largo plazo respecto a las acciones globales. A pesar del reciente *rally*, las valorizaciones lucen atractivas tanto en términos absolutos como relativos a pares. La razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa en 14.5 veces, una desviación estándar bajo el promedio de 5 años.

La alta exposición a China en la generación de ingresos de las compañías europeas dará soporte al sector corporativo (Morgan Stanley estima que en promedio 8% de las ventas vienen desde China), a lo que se suma el retorno de los flujos (entradas por tercera semana consecutiva a ETFs y fondos luego de 48 semanas de salidas). Por su parte, las acciones europeas se ven baratas respecto de valorizaciones absolutas y relativo de las norteamericanas, lo que nos lleva a **sobreponderar las acciones europeas**.

Reino Unido: se mantiene asignación en neutral

Las huelgas siguen paralizando el país y al gobierno de Rishi Sunak. Trabajadores de salud pública, de los sindicatos ferroviarios y de la educación han movilizado a más de medio millón de personas afectando el curso normal de las actividades en el país. De esta forma se deterioran 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 de 2008 y el *peak* de la pandemia. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se mantienen bajo los 50 pts., con este último profundizando la caída a pesar de que en el resto de los países desarrollados mejora. El consumo se mantiene deprimido, con las ventas minoristas contrayéndose por noveno mes consecutivo en términos interanuales, mientras que la producción industrial lo hace por décimo cuarto mes. El FMI tuvo uno de los mayores recortes en la expectativa de crecimiento para este año desde 0.3% a -0.6%, lo que confirmaría la recesión que alerta el Banco de Inglaterra.

Por su parte, la inflación pareciera haber llegado a un *peak* en octubre y volvió a caer en diciembre (10.5% anual), lejos de la meta del Banco Central. La tasa de referencia está en 4.0% y podría llegar a 4.50% durante el primer semestre. Luego de 10 alzas consecutivas, el consejo del Banco de Inglaterra ve señales de que la inflación comienza

a ceder y el último aumento se dio en una votación dividida. De esta forma la curva de tasas de interés cae en la mayoría de los plazos, aunque se mantiene la inversión.

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-. En el inicio del año las acciones británicas quedan rezagadas respecto a las europeas y sus valorizaciones lucen baratas respecto de sus pares en Europa continental, transando con un descuento de 24% en la razón P/U *fwd.*, a lo que se suma un atractivo *dividend yield* de ~4%. No obstante, el deterioro de las perspectivas, la alta inflación, un ajuste monetario que está afectando la actividad, inestabilidad por la crisis política nos llevan a **mantener una posición neutral en este mercado accionario** hasta observar señales de mayor estabilización.

Estados Unidos: Se neutraliza la posición en acciones *Large Cap Growth y Value*, además de *Small Caps*

Las acciones americanas se quedaron rezagadas en el *rally* del último mes y sus valorizaciones lucen justas luego de una significativa contracción de múltiplos el año pasado. En línea con el menor crecimiento económico esperado para este año (según el FMI 1.4%), las utilidades de las compañías del S&P 500 crecerían apenas 1% en 2023, dato que se ha corregido a la baja y tendría espacio para mayores recortes. De esta forma, **se decide tomar cautela en las acciones de EE.UU. y neutralizar la posición** en búsqueda de financiar inversiones con mayor potencial de apreciación táctico.

Por su parte, a pesar de que el presidente del Fed, Jerome Powell, ha afirmado que hay señales de que ha comenzado un proceso desinflacionario (la inflación de diciembre fue 6.5% anual, por sexto mes a la baja), el mercado laboral se mantiene ajustado por lo que será necesario mantener el ajuste monetario por un tiempo prolongado. Durante enero se crearon 517 mil nuevos puesto de trabajo no agrícolas, superando la estimación más optimista y los 260 mil de diciembre, con una tasa de desempleo que se ubicó en 3.4%, el menor nivel de los últimos 53 años. De esta forma, el mercado internaliza que la tasa de interés de referencia subiría 25 pbs. en la reunión de marzo y otros 25 pbs. en mayo para llegar a 5.25% y mantenerse en ese nivel hasta fines de año.

Dada la fortaleza del mercado laboral, el mercado comienza a alinearse con las proyecciones del Fed y respecto al mes pasado sube la estimación de la tasa *peak* del *Fed Funds Rate* desde 5.00 a 5.25%. En el último mes la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro profundizó la inversión en el tramo 2-10 años con un *bear flattener* (alzas de tasas de interés que son mayores en la parte más corta de la curva) y las tasas de interés se ajustaron al alza posterior al reporte laboral de enero.

A pesar del alza de tasas de interés, el mercado accionario ha seguido subiendo y la volatilidad implícita del S&P 500 -medida a través del VIX- ha disminuido en línea con un escenario de aterrizaje suave de la economía americana. El mercado laboral continúa fuerte, el consumo desacelerándose en forma suave y los indicadores líderes PMI tanto de manufacturas como servicios mejoran en el margen -aunque se mantienen bajo los 50 pts.-. Con todo, los datos económicos reportan prácticamente en línea con los estimados.

Ante valorizaciones en niveles justos, falta de catalizadores al alza y el riesgo de recortes adicionales en las estimaciones de utilidades que generen una corrección a la baja en el mercado accionario se decide tomar una posición neutral en las acciones de EE.UU.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Avanza el proceso de selección para escoger un nuevo gobernador del Banco de Japón. La prensa japonesa ha informado que el gobierno recomendó al actual vice gobernador Masayoshi Amamiya, quien podría dar continuidad a Kuroda con un sesgo más *dovish* o menos agresivo de normalización monetaria. En respuesta, las tasas de interés han caído, principalmente en los tramos más largos de la curva.

La expectativa de una política monetaria expansiva por más tiempo ha llevado a un nuevo debilitamiento del yen, mientras que las perspectivas económicas mejoran en el margen. El FMI estima un crecimiento económico de 1.8% para este año y el indicador líder PMI compuesto supera los 50 pts. por primera vez en tres meses con una mejora

más significativa en servicios. No obstante, el país posee un sesgo exportador e industrial y la producción industrial se contrajo en diciembre por segundo mes consecutivo. La reapertura de China debería impulsar la actividad, pero aún falta señales de que se esté generado tracción a nivel turístico o de actividad económica.

A nivel accionario, en los últimos meses las acciones japonesas se han quedado rezagadas. Las valorizaciones (P/U *fwd.*) transan con descuento en términos históricos, aunque lucen justas respecto a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían apenas un 1% 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. Valorizaciones ajustadas y salida de flujos (en el último mes y 3 meses) 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 lleva China a neutral desde OW, se reduce la sobreexposición en LatAm, se lleva Asia EM ex China a OW desde neutral y se mantiene UW EMEA

En enero, las acciones chinas exhibieron nuevamente una rentabilidad mensual de dos dígitos, acumulando un retorno sobre USD 50% en los últimos tres meses. Con esto, las valorizaciones se han corregido al alza y transan en torno a sus promedios de largo plazo, por lo que se decide **llevar a China a neutral desde OW**. En América Latina las valorizaciones se mantienen baratas, pero continúan las tensiones políticas en varios países, decidiendo **disminuir levemente el OW en acciones latinoamericanas**. Con respecto a **Asia EM ex China, se toma una sobreexposición a partir de una asignación neutral de enero**, producto del impulso que significará la reapertura china sobre los mercados de Asia Emergente. Por el lado de **EMEA, se mantiene el UW** ante perspectivas volátiles para *commodities* energéticos en el corto plazo.

América Latina: Se reduce el overweight

América Latina se ha beneficiado de la reapertura de China por su sesgo exportador de materias primas, potenciando el soporte estructural en el precio de los *commodities* por tendencias de energía limpia y efectos del cambio climático. Por su parte, las valorizaciones permanecen con alto atractivo 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*. No obstante, el riesgo político y fiscal se mantiene elevado en Brasil, principal economía de la región, mientras que el FMI estima una desaceleración para 2023 con un crecimiento de 1.7%, desde la expansión de 3.5% del año pasado. Con esto, se decide **disminuir la sobreexposición en Latinoamérica**.

En el caso de **Brasil**, el PMI de servicios continúa en terreno de expansión económica luego de 20 meses, mientras que el PMI manufacturero mejora en el margen (desde 44 a 47.5 pts). A su vez, el mercado laboral mantiene resiliencia con la tasa de desempleo de diciembre cayendo a 8.1% con la creación de más de 135 mil empleos y siendo el mejor nivel desde abril de 2015. Por su parte, el Banco Central mantuvo la tasa Selic en 13.75%, en línea a lo esperado, pero sorprendió al adoptar un tono más *hawkish*, preocupado por la lentitud en que la inflación seguiría desacelerándose y elevó el pronóstico para fin de año de 5.0% a 5.6%. No obstante, el consenso de mercado no cambió sus estimaciones y aún esperan que la tasa de referencia termine el año 2023 en 12.5%. Por el plano político, se mantiene la incertidumbre dado que durante enero el presidente Lula Da Silva realizó controversiales declaraciones, donde destaca cuestionar la independencia del Banco Central y proponer elevar la meta de inflación de este año a 4.5% (desde 3.25% actual), las cuales generaron reacciones negativas en el mercado. Por otra parte, el real brasileño siguió la línea de las monedas emergentes con una apreciación de 4.1% en enero, siendo la segunda moneda de mejor desempeño en la región. 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 resiliencia en indicadores económica y atractivas valorizaciones, pero contrastado con un riesgo fiscal y político, se decide **mantener una posición neutral en acciones brasileñas**.

En el caso de **México**, el FMI corrigió al alza las perspectivas de crecimiento para 2023 desde 1.2% hasta 1.7%, mientras que el mercado laboral sigue mostrando robustez con la tasa de desempleo de diciembre en 2.8%. Por su parte, la inflación de diciembre se mantuvo constante respecto al mes previo (7.8% interanual), manteniendo la lenta convergencia a la meta mientras que la inflación subyacente comenzó a desacelerarse. Ante esto, se espera que en la reunión de febrero Banxico eleve la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 10.75%. Asimismo, el peso mexicano mantiene su fortaleza con una apreciación de 3.5% en enero, mientras que en lo que va del año acumula una entrada de flujos a fondos e ETFs por ~ 3.1% del total de activos gestionados. Por otra parte, el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), dado el avance en el mundo de la tendencia de desglobalización. En esta línea, en la cumbre de líderes de América del Norte se comprometieron a crear un comité de autosuficiencia para potenciar la sustitución de importaciones de la región, buscando que un 25% de las importaciones provenientes de Asia se sustituyan por insumos y productos hechos en Latinoamérica. 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 nuevo proceso constitucional avanza de acuerdo al cronograma establecido con el Congreso teniendo ya elegidos a los integrantes del comité de admisibilidad y del comité de expertos -éste último de igual composición que el Senado, asegurando una diversidad entre las fuerzas políticas manteniendo el carácter de moderación del proyecto-, lo que disminuye la incertidumbre política e institucional en el país. En datos económicos, la actividad económica volvió a sorprender con una contracción de 1.0% interanual, mejor a la caída de 2.0% esperada por el mercado, impulsado por la resiliencia de minería y servicios, creando la expectativa de que los peores escenarios de recesión para este año podrían no suceder. A su vez, el gobierno logró conseguir un superávit fiscal (1.1% del PIB) luego de que el gasto público se contrajo 23.1% al retirar los estímulos fiscales entregados durante pandemia, manteniendo su compromiso con la sostenibilidad fiscal mientras que las importaciones del país cerraron el año 2022 con una clara tendencia a la baja, que de mantenerse confirmaría el ajuste en el déficit de cuenta corriente proyectado por el Banco Central (4.9% del PIB), disminuyendo la presión sobre el tipo de cambio. Además, la entidad monetaria optó por un tono más agresivo en la reunión de política monetaria de enero, por lo que el mercado aún espera que las primeras bajas en la TPM serían en abril o mayo, pero a una menor velocidad que antes. Por su parte, el precio del cobre subió un 11% en enero, impulsado por la reapertura de China, beneficiando al peso chileno que se apreció un 6.7% en el mismo periodo, siendo la moneda de mejor desempeño de la región. Respecto a las valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, en términos absolutos y relativos a la región – la primera por ~1.5 desv. estándar-. En base a lo anterior, con incertidumbre política por el avance en la nueva constitución y el mayor impulso externo desde China, junto a una actividad económica que sigue sorprendiendo, **se decide llevar a overweight las acciones chilenas.**

Por el lado de **Colombia**, la economía continúa desacelerándose con la actividad económica de noviembre creciendo 3.0% interanual y el mercado laboral perdiendo fuerza con la tasa de desempleo urbano subiendo a 10.8% en diciembre y la población ocupada disminuyendo en 12,000 personas respecto al mes previo. Por su parte, la inflación continúa al alza llegando en enero a 13.3% en doce meses, con lo que el mercado corrigió su expectativa de inflación para fines de este año a 8.9% desde 7.1% según la encuesta de Fedesarrollo, y el mercado espera que en la próxima reunión de marzo el Banco de la República realice un alza de 50 pbs. en la tasa de referencia hasta 13.25%. En el comercio internacional, logró un máximo de exportaciones al cierre del 2022 desde el 2013, representando un incremento de 38% respecto a 2021. No obstante, el precio del petróleo (Brent) -principal exportación del país- cayó 18.3% en los últimos 3 meses. Por el plano político, persiste elevada la incertidumbre, con el cronograma del gobierno planeando enviar la reforma de pensiones al Congreso en abril y la reforma laboral en marzo de este año. Por otra parte, el peso colombiano siguió la línea de las monedas emergentes y se apreció 3.9% en enero. 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, economía aun expandiéndose con una apreciación de la moneda, pero con una actividad que se desacelera e incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal, se decide **mantener neutral la exposición en acciones colombianas.**

En el **Perú** se mantiene la crisis política y social registrando 48 muertos y 7 regiones en estado de emergencia, generando perspectivas negativas para la economía, y pareciera no tener fin en el corto plazo, considerando que una de las principales demandas es el adelanto de las elecciones presidenciales en 2023, pero el Congreso rechazó el proyecto que lo permitiría y postergó el debate hasta agosto de este año. La actividad económica continúa desacelerándose tras crecer 1.7% interanual en noviembre y la inflación retoma la tendencia de aceleración llegando en enero a 8.7% en doce meses, con lo que se espera que en la reunión del 9 de febrero el Banco de la Reserva eleve la tasa de política monetaria en 25 pbs. hasta 8.0%. Por el lado del comercio internacional, el precio del cobre – principal exportación- ha subido 19.1% en los últimos 3 meses, pero dado las movilizaciones sociales se han paralizado las operaciones en la minera Antapaccay y las Bambas, con lo que la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE) estima que los proveedores mineros registran pérdidas por 120 millones de soles. A su vez, la presidenta del SNMPE declaró que el sector minero dejará de invertir USD 2,000 millones que se tenía asignado para este año debido a las protestas, bloqueos de vías y ataques a campamentos. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio en términos absolutos. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con una crisis política que genera problemas de gobernabilidad y elevan el riesgo del país afectando la inversión, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas.**

La economía **argentina** logró cumplir con las metas del FMI para 2022 (nivel de reservas, déficit fiscal, y emisión monetaria), aunque el organismo internacional recomienda como necesario que el país realice medidas económicas mucho más profundas en el largo plazo para poder corregir los desajustes macroeconómicos. Por su parte, la actividad de noviembre mantiene su desaceleración creciendo 2.6% en doce meses, implicando su tercera contracción a nivel mensual (-0.7%), mientras que la inflación llegó hasta 94.8% interanual, para lo cual iniciará el programa de precios cuidados 2.0, que fijará como máximo el incremento de más de 2,000 productos en 3.2% mensual desde el 1 de febrero hasta el 30 de junio y crearon el nuevo billete de 2,000 pesos. En comercio internacional, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- subió 7.4% en los últimos 3 meses, sin embargo, dada la fuerte sequía presente en el país la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) actualizó las proyecciones para 2023 en cuanto a las exportaciones de los principales cultivos de Argentina, proyectando una caída de 13% respecto a 2022. En el plano político, continúa la controversia en torno al fallo de la Corte Suprema que favorecía a la provincia de Buenos Aires, luego de que el oficialismo intentó llevar a cabo un juicio político contra 4 jueces de la Corte Suprema, el cual se discute en el Congreso si se llevará a cabo. A su vez, desde el gobierno se anunció un plan de recompra de bonos hasta por USD 1,000 millones en febrero, pero en el mercado fue interpretado como una intervención cambiaria camuflada, teniendo reacciones limitadas. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y con riesgo político, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se lleva a neutral desde *OW*

Los meses de enero están marcados por la celebración del año nuevo lunar en China; en esta ocasión se celebró la bienvenida al año del conejo. El feriado consiste en una semana en que se detiene gran parte de la actividad, se cierran los mercados y la atención se centra en la celebración. Así, sin tanta noticia, el primer mes de 2023 se caracterizó por la materialización de la apertura de las fronteras en China, el retroceso de los casos de COVID que habrían llegado a *peak* a fines de diciembre y la primera disminución de la población desde los años sesenta. Este último dato se conoció el mismo día de la publicación de las cuentas nacionales de 2022, mostrando un crecimiento del PIB de 3.0% en ese año, sorprendiendo al mercado que esperaba una expansión de 2.7%.

Sin embargo, en lo más reciente destaca la noticia del “globo espía” chino que sobrevolaba Carolina del Sur, aumentando las tensiones con EE.UU. Debido a que autoridades estadounidenses afirmaron que era un artefacto de vigilancia y que además se encontraba sobrevolando territorio estratégico en el que se almacena armamento nuclear, se optó por derribarlo. El gobierno chino respondió a esto anunciando que les parecía una sobrerreacción y que se trataba de un globo civil para realizar investigación climática. Lo anterior, sucedió días antes que estaba agendada una visita del Secretario de Estado de EE.UU., Antony Blinken, a China y que se pospuso hasta nuevo aviso. Estos acontecimientos afectaron el desempeño de los mercados, ya que podría ser similar a lo que sucedió con la visita de Nancy Pelosi a Taiwán el año pasado, en que tomó meses para que se retomaran las conversaciones diplomáticas.

Sin embargo, en enero el desempeño de los mercados fue positivo, lo que llevó a que se corrigieran las valorizaciones y comenzaran a transar en torno a promedios históricos. Si bien continúa la entrada de flujos, las utilidades dejan de corregirse con fuerza al alza y pierden algo de *momentum*. Por el lado macro, los registros de PMI oficiales de enero sorprendieron al mercado tanto para el sector manufacturero (50.1 pts.) como no manufacturero (54.4 pts.) y se ubicaron en terreno de expansión, mientras que el de manufacturas publicado por Caixin decepcionó al sugerir contracción (49.2 pts.). La inflación se ha acelerado en algo, pero aún sin presiones y por debajo de la meta del Banco Central, que nuevamente mantuvo las tasas de préstamos en su reunión de enero. Las perspectivas de crecimiento para este año continúan corrigiéndose al alza y el FMI espera una expansión económica de 5.2% en 2023 (0.8 pp. más que su proyección de octubre).

Con todo, si bien la reapertura de la **economía china** luego de tres años de estrictas restricciones de movilidad le entregaría soporte al desempeño de los mercados, el positivo desempeño reciente y el ajuste de las valorizaciones nos lleva a tomar una **posición neutral** y apuntar a mercados más rezagados que se beneficiarán de esto en adelante.

Asia Emergente ex China: Se lleva a OW desde neutral

El FMI en su actualización de enero, también revisó al alza sus proyecciones de crecimiento para Asia Emergente. En enero, los mercados de asiáticos mostraron retornos mayoritariamente positivos, con excepción de Indonesia e India, asociado a menores precios de *commodities* energéticos y noticias negativas de un importante grupo económico respectivamente. En sus reuniones de política monetaria, los bancos centrales asiáticos comenzaron a migrar hacia un sesgo más neutral, señalizando estar cerca del fin del ajuste, lo que entregaría un soporte adicional a los mercados. En este contexto, y como una forma de diversificar la reapertura china, **se decide llevar a OW la posición en Asia EM ex China desde neutral.**

Según el PMI de manufacturas, la **economía india** sigue siendo la con el *momentum* económico más positivo de la región, con un registro de 55.4 pts. en enero, cuya desaceleración con respecto a diciembre se explica principalmente por una menor demanda externa. La inflación de diciembre se desaceleró hasta 5.7% anual, y el Banco Central volvió a elevar la tasa de referencia en 25 pbs. en su reunión de febrero hasta 6.5%. Si bien el FMI mantuvo las proyecciones de crecimiento para India con respecto a su reporte de octubre, esta continúa como una de las economías que más crecerá a nivel global este y el próximo año. Además, se aprobó el presupuesto para el año fiscal que comienza en abril con miras a las elecciones legislativas. En particular, el presupuesto es austero y apunta a disminuir el déficit fiscal a 5.9% del PIB (desde 6.4%), considerando que además en torno al 20% del presupuesto se asigna al servicio de la deuda. Esto sugeriría una elevada confianza del actual primer ministro en su popularidad y la falta de necesidad de un presupuesto expansivo para ganar las elecciones. Además, la publicación del informe de Hindenburg Research acusando de lavado de dinero, empresas falsas y otras irregularidades al grupo Adani golpeó al mercado indio de manera significativa, y este conglomerado perdió más de USD 100 mil millones de valor de mercado, a pesar de publicar comunicados intentando hacer frente al informe. Con todo, las valorizaciones indias siguen luciendo poco atractivas tanto en términos absolutos como relativos y las utilidades proyectadas para este año se corrigen a la baja. Sin embargo, continúan observándose entradas netas de flujos de inversión a fondos e ETFs en el último mes. **Dado lo anterior, se decide llevar a neutral el OW que se traía en acciones indias.**

Luego del desempeño rezagado de 2022, enero fue positivo para el mercado **surcoreano**. La inflación de enero se aceleró levemente hasta 5.2% anual, luego de una reunión de política monetaria en la que no hubo consenso; dos consejeros votaron por mantener la tasa, luego de que por segunda reunión consecutiva se elevara solo en 25 pbs., disminuyendo la velocidad de las alzas. En adelante, si bien el sesgo del comunicado es contractivo, el mercado prevé que en la medida que la inflación converja o la economía se vea muy afectada, puede haber finalizado el ajuste. Por su parte, el *momentum* económico continúa deteriorado, con un PMI de manufacturas en terreno contractivo en enero (48.5 pts.), pero el índice de empleo aumentó por primera vez en 9 meses. Además, la actividad del cuarto trimestre de 2022 mostró una contracción del PIB (con respecto al trimestre anterior, desestacionalizada) por primera vez desde el segundo trimestre de 2020, llevando a las autoridades a comprometer apoyo tributario y administrativo al sector exportador. Dentro de las principales noticias, destaca que Samsung anunció que mantendría el nivel de gasto de capital (CAPEX) para 2023, cuando la tendencia de las compañías de semiconductores a nivel global ha sido de recortarlo, por temor a que una menor demanda los deje con sobre stock. Las valorizaciones transan

en su promedio de 5 años (P/VL) y se ve una corrección a la baja en la proyección de utilidades para este año, que caerían pronunciadamente. Sin embargo, China es el principal socio comercial de Corea del Sur y una mayor actividad del gigante asiático favorecería la economía y los mercados surcoreanos. Con todo, se decide **neutralizar la subexposición en acciones surcoreanas**.

El *momentum* económico de Taiwán siguió deteriorándose en enero, con un registro de PMI de manufacturas que profundizó sus caídas hasta un registro de 44.3 pts. Las exportaciones e importaciones de enero retrocedieron 21.2% y 16.6% interanual respectivamente, pero con perspectivas de estar cerca del piso. El mercado avanzó USD 10.4% en enero, apoyado e impulsado por la reapertura de china, su principal socio comercial. A pesar del positivo desempeño, las valorizaciones continúan descontadas con una razón P/U *fwd.* que transa con más de una desv. estándar bajo su promedio de 5 y 10 años. Además, se proyecta una contracción de utilidades para este año, que se ha seguido corrigiendo a la baja. Aún en este contexto, se han intensificado los flujos de inversión al principal ETF del país, con entradas netas de 8% del AUM en el último mes. Por su parte, la principal empresa de semiconductores del país (TSMC) reportó sus resultados al cuarto trimestre con un alza en las ganancias, pero reconociendo un deterioro en la demanda y proyectando un aumento en los ingresos de este año, así como un gasto en capital más alto que lo esperado por el mercado. En este contexto, se decide **neutralizar el UW que se traía en acciones taiwanesas**.

Por el lado del sudeste asiático, la bolsa de **Indonesia** retrocedió en enero, alineado con otros países que también exportan *commodities* energéticos. El *momentum* económico se aceleró en enero y el PMI de manufacturas se ubicó en 51.3 pts. La inflación de enero se siguió desacelerando y fue 5.3% anual, mientras que el Banco Central en su reunión de política monetaria del mismo mes subió la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.75%, destacando que con estasalzas sería suficiente para que la inflación subyacente se mantenga dentro del rango de tolerancia en el primer semestre de 2023, mientras que la inflación total vuelva al rango en el segundo, señalizando un sesgo neutral. Las valorizaciones continúan transando con descuento respecto de su historia, pero en el último mes se han observado salidas netas de inversión de flujos de fondos e ETFs. Por el lado de **Tailandia**, el *momentum* económico continuó acelerándose y el PMI manufacturero de enero se ubicó en 54.5 pts. La reapertura china ha impulsado la actividad y los mercados tailandeses, por mejores perspectivas para el turismo y una moneda que se aprecia de manera pronunciada. Las valorizaciones no lucen atractivas al compararlas con sus promedios de 5 años, pero se observan entradas netas de flujos de inversiones en el último mes. Con todo lo anterior, se decide **neutralizar la posición en Indonesia y mantener el neutral en Tailandia**.

EMEA: Se mantiene el UW

En enero, el petróleo se mantuvo casi sin variaciones, lo que tuvo un impacto negativo en algunos de los mercados de EMEA, además de Turquía que mostró una caída en los mercados. Mantenemos nuestra postura de que, en el corto plazo, el precio de los *commodities* no se verá favorecido en comparación a otros activos, por lo que mantenemos el **UW en EMEA**.

El *momentum* económico de **Sudáfrica** continúa deteriorándose en enero, con un PMI de manufacturas que vuelve a terreno contractivo (48.7 pts.), impactado por una caída pronunciada en los nuevos negocios y la continuación de cortes en el suministro eléctrico. Cabe recordar que la compañía eléctrica Eskom (estatal), provee el 90% de la electricidad en Sudáfrica y no ha sido capaz de abastecer la demanda. Durante el mes de enero, esto también derivó en cortes del suministro de agua en algunos sectores de Johannesburgo, por fallas eléctricas en una estación de bombeo de agua. Dentro de EMEA, el Banco Central de Sudáfrica fue el único que continuó con el ajuste monetario en su última reunión, pero con perspectivas de inflación que se desaceleran y un sesgo data-dependiente. Las valorizaciones transan en línea con sus promedios de largo plazo y las perspectivas de utilidad se corrigen a la baja para este año. Por esto, se aumenta levemente la **subexposición en acciones sudafricanas**.

En enero, vimos un cambio en la tendencia del **mercado turco**, con una rentabilidad de USD -9.3%. El sentimiento de los inversionistas respecto de Turquía se tornó más negativo, con una inflación que se mantiene alta, pero se volvió a desacelerar en enero hasta un 57.7%. Además, un terremoto grado 7.7 (escala de Richter) sucumbió al país el 6 de febrero en la madrugada, junto con Siria, que se ha seguido de fuertes réplicas y ha dejado más de once mil víctimas fatales. Esto llevó a que la Bolsa de Estambul suspendiera las ventas cortas como una medida de frenar caídas más

profundas en los mercados. Esta tragedia se da a meses de las elecciones presidenciales y parlamentarias en Turquía, en la que el actual presidente, Recep Tayyip Erdoğan, es el candidato preferido según las encuestas y que están calendarizadas para junio, pero podrían adelantarse. Por el lado de las valorizaciones, la razón P/U *fwd.* continúa transando con descuento de más de 1 desv. estándar bajo su promedio de 5 años, mientras que el P/VL transa 3.5 desv. estándar sobre el promedio. Para este año, se prevé una caída importante en las utilidades que se ha corregido a la baja en el último mes. Si bien el *momentum* económico pasó en enero a terreno de expansión con un PMI manufacturero en 50.1 pts., las perspectivas económicas y corporativas son negativas por lo que se decide **aumentar la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). En enero, volvieron a aumentar las tensiones en el conflicto entre Rusia y Ucrania, con el anuncio de envío de tanques para fortalecer la milicia de parte de EE.UU., Alemania y otros países desarrollados. Esto, llevó a que Rusia lanzara misiles a Ucrania, dejando 11 víctimas fatales. Lo anterior eleva las presiones económicas para países de Europa Emergente, cuyo *momentum* económico continúa sugiriendo contracción en Polonia y República Checa. Los bancos centrales del C3 siguen manteniendo las tasas de referencia estables, ante temores del impacto que puedan tener en la economía real, a pesar de que la inflación se encuentre ampliamente sobre la meta. Incluso con valorizaciones descontadas, las proyecciones de utilidades son negativas y se corrigen a la baja.

La inflación de **Arabia Saudita** se aceleró levemente en diciembre hasta 3.3% anual, con menores presiones inflacionarias que sus pares emergentes, pero con términos de intercambio que se han deteriorado en el margen. El PMI manufacturero se aceleró en enero hasta un registro de 58.2 pts., impulsado por una mejora del sector privado ex petróleo. El mercado saudí mostró un desempeño magro en enero, aumentando un 2.6% (en USD) y la razón P/U *fwd.* continúa transando en torno a 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años. En el último mes se ha observado una corrección a la baja en la proyección de utilidades para este y el próximo año, de la mano de una salida neta de flujos de inversión del principal ETF, denotando una menor preferencia de parte de los inversionistas. En este contexto, se **neutraliza la posición en Arabia Saudita.**

Renta Fija

US Treasuries: *underweight* duración, se aumenta el *overweight* en la parte más corta de curva, neutral en la parte media y la parte larga y se mantiene *underweight* en TIPS

Durante los últimos meses los registros de inflación han sido noticias positivas para la economía estadounidense, sorprendiendo a la baja y dando cuenta de que la política monetaria restrictiva comienza a surtir efecto. Bajo este contexto, y tras una caída sustancial de tasas durante enero, la Reserva Federal llevó a cabo su reunión de política monetaria de febrero, en donde el comité decidió reducir el ritmo de las alzas de tasas, aumentando la *Fed Funds rate* en 25 pbs. en línea con las expectativas del mercado. Este movimiento menos agresivo por parte del comité estuvo acompañado por el discurso de Powell, quien, para sorpresa de muchos, adquirió un tono menos *hawkish* de lo esperado reconociendo el inicio y los avances del proceso desinflacionario, presionando las tasas e impulsando los mercados. Sin embargo, una nueva sorpresa para los mercados no tardó en llegar mediante los datos del mercado laboral de enero que mostraron una fortaleza no esperada. De esta forma, se reducen las probabilidades de una recesión profunda durante este año, pero aumentando la expectativa de que las tasas lleguen a un *peak* más alto que lo previamente esperado. Actualmente la tasa del bono de 10 años se encuentra en torno a 3.64%, mientras que la del bono de 2 años alcanza el 4.45%. Por el lado de la volatilidad en las tasas, el índice MOVE -que mide la volatilidad a través de la curva de tasas- ha disminuido considerablemente las últimas semanas y se encuentra bajo el nivel de 100 pts., cosa que no se observaba desde junio del año pasado. 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 aumenta el *OW* en el *treasury* de 5 años esperando una pronta normalización de la política monetaria, se deja neutral en el *treasury* de 10 y 30 años, tomando una posición defensiva ante un eventual empinamiento de la curva. Por otro lado, se mantiene una posición *UW* en TIPS, al observar menores riesgos inflacionarios.

Global Investment Grade: se mantiene el overweight

A pesar de que la inflación cede tanto en Estados Unidos como Europa, tanto el Fed como el Banco Central Europeo aun no dan por ganada la batalla contra ésta y continuarán con el ajuste monetario durante la primera mitad del año. Por su parte, considerando que los riesgos de una recesión profunda han disminuido en el mediano plazo, tras los fuertes datos de empleo de EE.UU. y la mejora en las perspectivas de crecimiento de los países europeos, aún existen riesgos como la intensificación de conflictos geopolíticos: la guerra Rusia-Ucrania y las recientes tensiones entre Estados Unidos y China. De esta manera, el *Investment Grade* se mantiene como una opción atractiva, ya que cuenta con una mayor calidad crediticia que ofrece más protección frente a estos eventos de riesgo y continúa con *yields* en niveles atractivos. Dado lo anterior, se mantiene la sobreexposición.

Global High Yield: se mantiene el neutral

Bajo el mismo contexto anterior, a pesar de que los riesgos de recesión han ido disminuyendo, el mundo desarrollado aún mantiene una alta exposición a eventos de riesgo globales, principalmente en el ámbito geopolítico. Por otra parte, los *spreads* del segmento *High Yield* se encuentran bastante ajustados y entorno a sus promedios históricos, por lo que, ante el empeoramiento de la situación económica o la materialización de un evento de riesgo, éstos tenderían a ampliarse y aumentaría el número de *defaults*. En ese sentido, *Global High Yield* se vería más afectado que clases de activos de mayor calidad. Sin embargo, a pesar del mayor riesgo que presenta, la clase de activo aún ofrece retornos atractivos con un *yield* de 8%. Dado lo anterior, se mantiene una posición neutral.

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

En cuanto a la deuda emergente, ésta continúa viéndose beneficiada por factores como la reapertura de china, el debilitamiento del dólar y la mejora de las perspectivas de crecimiento para el mundo; de tal manera se mantiene como una de las alternativas más atractivas dentro de la renta fija. En términos de riesgo y retorno, la deuda emergente ofrece *yields* en niveles atractivos por sobre el mundo desarrollado, a cambio de un mayor riesgo de crédito, el cual se mantiene relativamente acotado con tasas de *default* esperadas menores que las de 2022 y largos horizontes de refinanciamiento. Respecto a la deuda soberana emergente, su mayor duración en un periodo en el que las tasas se mantendrían altas por un tiempo y su menor calidad crediticia ofrece menor protección frente a eventos de riesgo, le restan atractivo a la clase de activo en comparación a otras alternativas. En cuanto a la deuda corporativa emergente, se mantiene la preferencia en esta clase de activo tanto *High Yield* como *Investment Grade* especialmente en América Latina, en donde las compañías mantienen una buena salud corporativa y bajos niveles de apalancamiento, la región se encuentra más avanzada en el ciclo de ajuste monetario en comparación con el mundo desarrollado y se mantiene más alejada de conflictos geopolíticos globales. Por el lado de *local markets*, las monedas emergentes mantienen las perspectivas positivas de los últimos meses y se han apreciado principalmente por la reapertura china y la mayor debilidad del dólar, lo que nos lleva a mantener una posición favorable en éstas. En línea con lo anterior, se mantiene el *UW* en la deuda soberana, el *OW* en deuda corporativa *IG*, se reduce la exposición a deuda corporativa *HY* dado los ajustado de los *spreads* y se mantiene el *OW* en *local markets*.

Exposición a monedas – febrero 2023

Monedas	Bench.	Enero	Febrero	OW/UW	Cambio	
USD	56.0%	54.6%	53.1%	UW	-2.9%	-1.5%
EUR	7.3%	7.5%	8.5%	OW	1.2%	0.9%
GBP	1.5%	1.5%	1.6%	OW	0.1%	0.1%
JPY	2.4%	0.9%	1.0%	UW	-1.4%	0.1%
GEMs	33.0%	35.4%	35.9%	OW	2.9%	0.5%
	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 – enero 2023

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	52%	2%	7.4%	3.7%	3.9%	3.8	7.1
Renta Fija	50%	48%	-2%	3.6%	1.8%	1.8%	3.8	2.1
Caja	0%	0%	0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
Oro	0%	0%	0%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0	0.0
Cobertura						0.0%	0.0	0.0
Portafolio					5.52%	5.69%	7.6	9.2
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								16.8
Europe ex UK	13.1%	13.1%	0.0%	9.3%	1.21%	1.21%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	1.4%	0.0%	9.6%	0.13%	0.13%	0.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	6.5%	0.19%	0.19%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	12.5%	-1.8%	10.4%	1.49%	1.30%	-5.4	
US Large Cap Value	15.7%	17.0%	1.3%	2.2%	0.34%	0.37%	-6.8	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	10.3%	0.42%	0.53%	2.9	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	6.2%	0.30%	0.11%	3.6	
Desarrollados	56.3%	53.8%	-2.5%	7.3%	4.09%	3.85%	-5.7	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	9.7%	0.40%	0.59%	4.6	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	10.2%	0.07%	0.17%	2.8	
China	11.8%	12.8%	1.0%	11.8%	1.39%	1.51%	4.4	
EM Asia ex China	16.5%	16.5%	0.0%	6.4%	1.06%	1.06%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	6.3%	0.25%	0.25%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	5.1%	-1.5%	2.3%	0.15%	0.12%	7.7	
Emergentes	43.7%	46.2%	2.5%	7.6%	3.32%	3.70%	19.4	
Equities					7.41%	7.55%	13.7	
Treasuries 5Y	6.5%	7.0%	0.5%	1.9%	0.12%	0.13%	-0.9	
Treasuries 10Y	11.2%	11.2%	0.0%	3.0%	0.34%	0.34%	0.0	
Treasuries 30Y	6.4%	5.9%	-0.5%	6.2%	0.39%	0.36%	-1.3	
US Tips	2.9%	0.4%	-2.5%	1.8%	0.05%	0.01%	4.5	
Global Corporate IG	26.4%	27.5%	1.1%	4.0%	1.06%	1.10%	0.4	
Global Corporate HY	4.6%	4.6%	0.0%	4.1%	0.19%	0.19%	0.0	
Deuda Desarrollados	58.0%	56.6%	-1.4%	3.7%	2.15%	2.13%	2.8	
EM Sovereign IG	5.3%	2.1%	-3.2%	2.6%	0.14%	0.05%	3.3	
EM Sovereign HY	5.6%	3.0%	-2.6%	3.8%	0.21%	0.11%	-0.5	
EM Corporate IG	3.9%	6.5%	2.6%	2.5%	0.10%	0.16%	-2.9	
EM Corporate HY	5.0%	8.1%	3.1%	4.2%	0.21%	0.34%	1.6	
EM Local Markets	22.2%	23.7%	1.5%	3.7%	0.82%	0.87%	0.1	
Deuda Emergente	42.0%	43.4%	1.4%	3.5%	1.47%	1.54%	1.6	
Fixed Income					3.63%	3.67%	4.3	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de enero de 2023

Al cierre de enero el TAACo Global tuvo una ganancia de 5.7%, 17 pbs. sobre el desempeño del benchmark. A nivel de attribution analysis, (i) la asignación de activos generó un outperformance con respecto al benchmark dada la recuperación en el precio de las acciones, (ii) la selección de instrumentos generó ganancias en renta variable principalmente por el OW en LatAm y China y el corto en acciones de EMEA, al contrario, la posición larga en US Value y corta en Growth mermaron los resultados. En renta fija la selectividad fue positiva por la posición corta en TIPS y emergentes soberanos.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño						Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	5.7%	12.6%	-7.1%	1.7%	1.2%	3.5%	6.8%	10.2%
Benchmark	5.5%	12.7%	-10.1%	0.2%	0.3%	2.5%	4.9%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	17	-11	300	147	92	92	193	
Acciones	7.5%	14.1%	-10.0%	3.7%	1.2%	4.6%	4.7%	14.9%
Benchmark	7.4%	15.1%	-10.5%	3.4%	1.0%	4.4%	4.0%	14.8%
Europe ex UK	9.3%	21.9%	-6.5%	3.5%	0.6%	3.2%	3.6%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	9.6%	23.1%	-13.3%	3.9%	-0.1%	6.3%	9.9%	23.4%
UK	6.5%	16.9%	-3.4%	0.0%	-2.4%	-0.7%	0.5%	19.1%
US Large Cap Growth	10.4%	5.3%	-19.3%	9.0%	10.6%	13.6%	--	22.0%
US Large Cap Value	2.2%	4.1%	-3.0%	5.5%	4.0%	7.2%	5.3%	17.7%
US Small Caps	10.3%	7.6%	-2.1%	8.6%	6.2%	9.2%	11.2%	23.5%
Japan	6.2%	16.6%	-8.8%	-0.6%	-1.5%	3.8%	1.8%	15.8%
Desarrollados	7.1%	9.7%	-7.5%	7.6%	6.5%	9.1%	8.5%	18.2%
LatAm	9.7%	3.7%	2.2%	-5.3%	-6.1%	-5.1%	5.9%	30.4%
LatAm Small Cap	10.2%	2.5%	-3.0%	-8.7%	-5.3%	-7.1%	8.4%	33.3%
China	11.8%	52.5%	-10.1%	-2.4%	-4.7%	3.2%	11.3%	26.0%
EM Asia ex China	6.4%	14.3%	-12.1%	7.8%	3.0%	5.4%	--	20.1%
EM Asia Small Cap	6.3%	17.1%	-12.9%	9.5%	-0.3%	2.9%	9.5%	20.6%
EM Europe and Middle East	2.3%	3.6%	-30.5%	-8.3%	-9.0%	-5.8%	3.1%	20.8%
Emergentes	7.9%	22.2%	-12.1%	1.4%	-1.5%	2.1%	11.0%	18.8%
Renta fija	3.7%	10.1%	-9.2%	-2.8%	-0.5%	0.9%	5.8%	6.2%
Benchmark	3.6%	10.3%	-10.1%	-3.4%	-0.9%	0.4%	4.9%	6.2%
Treasuries 5Y	1.9%	3.6%	-6.6%	-2.0%	0.8%	0.7%	4.4%	4.2%
Treasuries 10Y	3.0%	5.7%	-11.6%	-4.0%	0.5%	0.7%	5.0%	7.5%
Treasuries 30Y	6.2%	10.8%	-26.0%	-9.6%	-1.2%	1.0%	6.5%	16.1%
US Tips	1.8%	2.6%	-8.4%	1.1%	2.7%	1.4%	6.1%	5.8%
Global Corporate IG	4.0%	10.0%	-10.6%	-3.0%	-0.2%	1.3%	5.9%	8.2%
Global Corporate HY	4.1%	8.8%	-6.6%	0.1%	1.6%	3.4%	9.2%	9.8%
Deuda Desarrollados [1]	3.8%	8.8%	-15.7%	-3.0%				
EM Sovereign IG	2.6%	9.0%	-13.1%	-4.4%	0.4%	1.8%	8.0%	9.1%
EM Sovereign HY	3.8%	13.2%	-8.5%	-3.9%	-1.7%	1.4%	9.9%	14.6%
EM Corporate IG	2.5%	8.0%	-10.1%	-2.4%	1.2%	2.2%	--	6.2%
EM Corporate HY	4.2%	16.5%	-7.7%	-2.3%	1.1%	3.4%	--	10.7%
EM Local Markets	3.7%	10.4%	-5.7%	-2.2%	-1.2%	-0.9%	--	10.9%
Deuda Emergentes [1]	3.6%	11.5%	-13.0%	-2.9%				
Caja	0.3%	1.0%	1.8%	0.8%	1.3%	0.8%	1.8%	0.3%
Oro	6.1%	17.4%	7.2%	6.7%	7.4%	1.5%	13.2%	13.6%

*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	2023e	2024e		2023e
DM	15.9x	14.9x	2.0%	2.8x	2.2x	2%	8%	17%	8.0
US	17.9x	16.1x	2.0%	4.1x	2.9x	1%	10%	26%	17.9
Europe	12.8x	13.0x	4.0%	1.9x	1.7x	2%	6%	12%	6.4
Japan	12.8x	14.6x	3.0%	1.3x	1.3x	1%	2%	9%	12.8
EM	12.3x	11.4x	3.0%	1.7x	1.7x	-2%	14%	12%	-6.2
EM Asia	13.3x	12.1x	3.0%	1.7x	1.8x	0%	18%	11%	-
CEEMEA	10.4x	9.2x	4.0%	1.8x	1.5x	0%	8%	24%	-
LatAm	8.7x	11.8x	6.0%	1.7x	1.9x	-13%	4%	19%	-0.7
China	11.9x	11.3x	2.0%	1.6x	1.8x	15%	13%	11%	0.8
S.Korea	11.8x	9.7x	3.0%	1.0x	1.2x	-20%	37%	6%	-0.6
Taiwan	13.1x	14.4x	4.0%	2.2x	1.9x	-16%	19%	19%	-0.8
India	21.3x	17.0x	2.0%	3.6x	3.1x	-7%	24%	14%	-3.0
Indonesia	13.8x	14.1x	4.0%	2.5x	3.2x	8%	7%	18%	1.7
Malaysia	14.0x	14.8x	4.0%	1.5x	1.9x	16%	6%	11%	0.9
Thailand	19.1x	13.5x	3.0%	2.2x	2.0x	10%	11%	10%	1.9
Philippines	16.3x	16.2x	2.0%	2.1x	2.5x	18%	15%	10%	0.9
S.Africa	9.3x	12.2x	5.0%	1.8x	2.3x	3%	11%	18%	3.1
Turkey	5.4x	7.9x	6.0%	1.7x	1.4x	-12%	6%	26%	-0.5
Poland	7.6x	11.4x	4.0%	1.0x	1.3x	-25%	0%	11%	-0.3
Czech R.	11.4x	12.1x	8.0%	2.4x	1.7x	-38%	19%	14%	-0.3
Saudi	15.6x	14.5x	4.0%	2.3x	2.1x	4%	11%	30%	3.9
UAE	11.3x	11.6x	5.0%	1.8x	1.3x	5%	1%	14%	2.3
Brazil	7.4x	10.6x	7.0%	1.6x	1.8x	-19%	3%	23%	-0.4
Mexico	13.5x	15.0x	4.0%	2.1x	2.5x	12%	13%	18%	1.1
Chile	8.2x	15.0x	9.0%	1.3x	1.9x	0%	-11%	15%	-
Colombia	6.9x	13.0x	8.0%	1.1x	1.5x	-2%	-6%	16%	-3.5
Peru	11.4x	12.5x	4.0%	1.8x	2.8x	-1%	16%	17%	-11.4

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 25 de enero de 2023

* 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.