

Julio 2022

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Junio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	-5.9%	-10.6%	-14.9%	-15.6%	0.8%	2.4%	3.8%	6.4%	9.6%
Benchmark	-5.7%	-10.9%	-16.9%	-17.5%	-0.3%	1.4%	2.9%	4.5%	9.0%
Out/Underperformance (bps)	-16	34	203	194	113	94	88	185	
Acciones	-8.6%	-14.8%	-20.3%	-21.0%	2.2%	3.1%	5.2%	4.2%	14.3%
Benchmark	-8.2%	-14.6%	-20.9%	-21.3%	2.0%	2.9%	4.9%	3.4%	14.1%
Renta Fija	-3.3%	-6.9%	-12.8%	-13.7%	-2.6%	0.0%	1.0%	5.6%	5.5%
Benchmark	-3.3%	-7.2%	-12.8%	-13.7%	-3.1%	-0.4%	0.6%	4.7%	5.4%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-1.2%	-6.4%	0.6%	3.1%	8.8%	7.9%	1.3%	12.8%	12.7%

Resultados al 30 de junio de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Desconcierto	1
Asignación de activos	4
Resultados	15
Desempeño	16
Valorizaciones	17

Desconcierto

El mensaje que dio el Fed (el banco central de Estados Unidos y el más importante del mundo) luego de la última reunión de política monetaria (FOMC del 15-16 de junio pasado) reflejó claramente que bajar la inflación es la prioridad número uno, luego de subir en 75 pbs. la tasa de interés de referencia (*Fed Funds Rate*) a 1.75%. Esto implica que las alzas en la tasa de interés y el retiro de los estímulos monetarios no tradicionales van a ser todo lo agresivo que sea necesario para lograrlo. Debido a la recuperación post pandemia y a partir de febrero del 2021, la inflación subió aceleradamente, pasando de menos de 2% anual en ese mes a 5% en mayo, 7% en diciembre y casi 8% en febrero de 2022 (actualmente 8.6% anual). El haber tardado en comenzar a subir la tasa hasta marzo de este año, ya se ve que fue un error, que a su vez incrementa el riesgo del cometer otro por subir las tasas en exceso y su consiguiente efecto en la actividad económica.

Las caídas en los mercados en lo corrido del año son producto de las alzas en las tasas de interés/inflación y sus potenciales efectos en el crecimiento, de la desaceleración de la economía china debido a la política cero COVID y de la guerra en Ucrania. Esto se agudizó el mes pasado conforme las expectativas de una recesión en Estados Unidos se fortalecieron, hasta asignarle a este evento una probabilidad de ocurrencia de casi 40% -según Bloomberg-. Los mercados accionarios globales bajaron 20% respecto de su último *peak* (lo que marca un *bear market*, el S&P500 perdió más de 20% entre marzo y junio).

Es determinante para los mercados si la recesión que viene será un aterrizaje normal o un *hard landing* (aterrizaje forzoso). Para evitar el riesgo de un alza abrupta de las tasas de interés es necesario, por un lado, que las variables que han generado un sobrecalentamiento de la economía estadounidense (demanda y consumo) se ajusten gradualmente hacia un equilibrio de menor crecimiento y, por otro, que se mantenga cierto dinamismo en China y otras economías.

Los factores que podrían evitar una recesión profunda por un error de política monetaria son:

- i. Un ajuste gradual de la demanda y el consumo. En Estados Unidos la inflación está afectando negativa y directamente el bolsillo de los consumidores (sobre todo por el gasto en energía), además que se están pagando más impuestos, lo que reduce el ingreso disponible y el gasto,

Fed reacciona con rezago para frenar la inflación, pero reitera su compromiso mediante importante ajuste monetario

Temores de recesión, inflación y tasas de interés al alza, han impactado el desempeño del mercado

¿Aterrizaje normal vs. forzoso? Será clave el ajuste de demanda y consumo en EE.UU. y dinamismo en China

La recesión profunda podría evitarse con:

- i) Un ajuste gradual de la demanda y el consumo en EE.UU.

- ii. La reapertura de China será un soporte para la actividad global, pues comienza a recuperarse luego de la fuerte desaceleración producto de la política cero COVID que obligó al confinamiento de grandes ciudades desde principios de este año. Además, al contrario que el resto del mundo, la política fiscal y monetaria están en posturas expansivas y los ruidos regulatorios y el intervencionismo estatal han bajado, lo cual muestra la intención del gobierno de lograr sus objetivos de crecimiento,
- iii. Algunas economías emergentes, primero, comenzaron el ajuste monetario antes, por lo que estarían alcanzando su fin y, segundo, son exportadoras de materias primas que tienen un soporte estructural en sus precios (más adelante desarrollamos nuestra visión al respecto),
- iv. A nivel corporativo, en general, los fundamentos son sólidos, lo que posiciona a las empresas en buen pie para hacer frente a la caída en la actividad.

ii) La reapertura en China

iii) Ciertas economías emergentes cerca del fin del ajuste monetario

iv) Sólidos fundamentos corporativos

Factores que podrían contribuir con un *hard landing*:

i) Fuertes alzas de tasas en EE.UU. debido a una inflación más persistente de lo esperado

ii) Nuevos confinamientos en China

Por otro lado, también hay factores que podrían contribuir con un *hard landing*:

- i. Fuertes alzas de tasas (en Estados Unidos) debido a una inflación “pegajosa” que no ceda, lo que llevaría a la materialización del riesgo de error de política debido a que:
 - a. El mercado laboral estadounidense aún se encuentra apretado con alta demanda por empleo, salarios con presiones al alza, lo que alimenta la demanda y el consumo,
 - b. Los precios en el sector inmobiliario siguen altos; aunque esta vez el riesgo que genere una crisis financiera es menor, pues el nivel de endeudamiento de los hogares y empresas es bajo,
- ii. Nuevos confinamientos en China que no ha dado señales de flexibilizar su política cero COVID

Un factor clave para determinar la persistencia inflacionaria es el precio de los *commodities*; ¿las caídas fueron puntuales o comienza una tendencia a la baja?

Factores estructurales seguirían dando soporte al precio de las materias primas

Un factor clave en la futura trayectoria de la inflación son también los precios de las materias primas, que vienen subiendo fuertemente desde que comenzó la recuperación del shock COVID debido a factores tanto cíclicos como estructurales. Entre ellos el salto de la demanda reprimida durante el confinamiento, shocks de oferta por menor producción, el reajuste del comercio global al volver a operar, factores geopolíticos y nuevas mega tendencias que impulsan una demanda mayor en ciertas materias primas. Ante esto último nos veníamos preguntando si estábamos entrando en un nuevo super ciclo de los commodities. El mes pasado, en que los temores a una recesión golpearon sus precios fuertemente, este cuestionamiento es más desafiante; ¿es un bache o un cambio en la tendencia? Históricamente, en las recesiones recientes los precios de las materias primas caen 40% o más desde su máximo, en la crisis *subprime*, la baja fue de alrededor de 60%. Desde el mínimo de la pandemia hasta febrero de este año (*peak*) los precios de los materiales aumentaron más de 250%; en la corrección del mes pasado perdieron 20% respecto del *peak* (índice S&P CGSI). Si llegan a caer 40%, aún quedarían muy por encima del mínimo mencionado (más de 180% arriba) y de los niveles prepandemia (más de 100% arriba). Las variables estructurales seguirán dando soporte a esta clase de activo, y a pesar de las correcciones por la alta volatilidad, los precios de las materias primas se mantendrían altos.

Asignación de activos. -

La renta fija estadounidense parece incorporar que el Fed logrará reducir la inflación en un período de tiempo razonable, subiendo otros 75 pbs. en la próxima reunión de política monetaria a fines de julio y la tasa de referencia terminaría el año en 3.5%. El mercado accionario, por su parte, registra precios de las compañías cuyas utilidades aún no se habrían ajustado lo suficiente en línea con menor crecimiento económico y márgenes más bajos. Las valorizaciones se han aliviado recientemente, pero ello se ha dado por las fuertes caídas en los precios. Entonces, los mercados estarían valorizando los activos incorporando una recesión normal, no un *hard landing*, lo cual es, por el momento, nuestro escenario base.

Los riesgos al alza y a la baja están en un tira y afloja; hay escasa visibilidad y alta incertidumbre ante un escenario inédito y difícil de comparar con períodos similares en la historia. Muestra de ello son los violentos movimientos de los mercados este año y que se exacerbaban desde fines junio -el primer semestre de 2022 es el peor para las acciones y los bonos estadounidenses en cincuenta años-.

Las fuertes caídas de junio nos llevan a mantener tácticamente una asignación neutral en renta variable y una subponderación en renta fija (que comienza a lucir más atractiva), aunque aumentando la asignación a ésta a costa de eliminar la posición en oro (que no está respondiendo como reserva de valor) y manteniendo como cobertura algo en caja.

El mercado estaría interiorizando un aterrizaje normal, en desmedro de un *hard landing*

Riesgos marcados por alta incertidumbre y volatilidad de los mercados

Por las fuertes caídas de junio se mantiene la posición táctica neutral en renta variable y se disminuye la subponderación en renta fija, por el aumento en su atractivo

Asignación de activos – julio 2022

TAACo Global	Bench.	Junio	Julio	OW / UW		Cambio		
Acciones	50%	50%	50%	N				
Renta Fija	50%	40%	45%	UW	-5%	5.0%	+	
Caja		5%	5%	OW	5.0%			
Oro		5%		N		-5.0%	-	
Total Cartera								
Europe ex UK	13.1%	11.6%	11.6%	UW	-1.5%			
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	0.9%	UW	-0.5%			
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N				UW en Europa
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	14.3%	N		2.5%	+	US: se lleva Large Cap Growth a neutral desde
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	17.2%	OW	1.5%			UW y Small Caps a neutral desde OW
US Small Caps	4.1%	5.1%	4.1%	N		-1.0%	-	
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%			
Mercados desarrollados	56.3%	51.3%	52.8%	UW	-3.5%	1.5%	+	UW en Japón
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%			
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	0.7%	N		-2.2%	-	Se reduce el OW de exportadores de
China	11.8%	11.8%	13.5%	OW	1.7%	1.7%	+	commodities: LatAm y EMEA
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%	7.2%	OW	0.6%	-1.0%	-	Se lleva China a OW, desde neutral
Mercados emergentes	43.7%	48.7%	47.2%	OW	3.5%	-1.5%	-	UW Asia EM ex China
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N				
US TIPS	1.4%	2.6%	4.0%	OW	2.6%	1.4%	+	Neutral Treasuries
US Mortgages	7.9%	7.9%	7.9%	N				Se aumenta OW TIPS
US Corps	7.1%	10.0%	10.0%	OW	2.9%			
US High Yield	1.7%	3.7%	2.3%	OW	0.6%	-1.4%	-	Se baja el OW en US HY
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%			Neutral US Mortgages y Europa HY
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.7%	N				
Japan Broad	7.9%	3.4%	3.4%	UW	-4.5%			
Deuda desarrollados	57.7%	52.6%	52.6%	UW	-5.1%			UW bonos europeos y japoneses
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	4.1%	N		-0.9%	-	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N				Se mantiene el OW Emergentes
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	6.0%	OW	2.4%	0.9%	+	
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	9.1%	OW	2.7%			Se neutralizan soberanos IG y se aumenta el OW
EM Local Markets	22.2%	22.2%	22.2%	N				en IG corporativos
Deuda emergente	42.3%	47.4%	47.4%	OW	5.1%			
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

Este mes se mantuvo un neutral táctico en acciones luego de la significativa caída de la renta variable durante junio y factores que nos llevan a tener de escenario base un aterrizaje suave de la economía global. Se disminuye el *underweight* de la renta fija, la cual con la subida de los *yields* se vuelve cada vez más atractiva, y se mantiene la posición en caja como cobertura mientras se elimina el oro ante su falta de acción como activo de refugio. Dentro de la renta variable se mantiene la convicción en *US Value* por el rezago de largo plazo y atractivo de valorizaciones, además dado el soporte estructural que tienen los *commodities*, se continúa favoreciendo acciones latinoamericanas y de países productores de *commodities* en general, aunque en forma más moderada dada la alta volatilidad inherente que poseen. En bonos se privilegia la deuda emergente sobre la desarrollada, concentrando la posición en deuda corporativa debido a la mayor exposición que posee hacia LatAm, donde existe fortaleza corporativa, bajas tasas de *default* y valorizaciones atractivas.

Renta Variable

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

El *momentum* económico continúa deteriorándose de la mano de datos que decepcionan, presiones inflacionarias que no ceden y una crisis energética que se agudiza, lo que adelanta una postura monetaria más agresiva por parte del Banco Central Europeo (BCE) que disminuirá la liquidez, aumentará los costos de financiamiento y eventualmente generará una recesión.

La elevada inflación -8.6% interanual en junio, 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. Si bien durante junio la inflación subyacente retrocede a 3.7% interanual desde 3.8% el mes anterior, es una señal incipiente para pensar que la inflación estaría llegando a un *peak* en el bloque, sobre todo cuando la crisis energética se agudizaría frente a la reducción en el suministro de gas desde Rusia.

Ante la elevada inflación el BCE ha tardado en ajustar la política monetaria en un contexto de alta vulnerabilidad económica. Las tasas comenzarían a subir este mes y la autoridad enfrenta además el dilema de subirlas sin generar una fragmentación del bloque que debilite más aun el euro. Durante junio el *spread* entre las tasas soberanas de Alemania y países del sur, como Italia y España, aumentó en forma significativa, llevando a que el BCE realizara una reunión de emergencia para definir cómo enfrentar la situación. Se comunicó la implementación de herramientas anti-fragmentación para asegurar una transmisión pareja de la normalización monetaria, generando una caída en el diferencial de tasas entre países y del nivel de riesgo de estrés sistémico, sin embargo, la vulnerabilidad fiscal y monetaria es un riesgo latente.

Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en julio -26 pts., mientras que la confianza del consumidor -23.6 pts., ambas peores que en el mes previo. El consumo pierde tracción, en la medida que la producción industrial decepciona y se contrae por segundo mes consecutivo. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se mantienen sobre 50 pts., pero disminuyendo con respecto a meses previos.

El sentimiento de mayor aversión al riesgo golpeó con fuerza a las acciones de la eurozona durante junio, sobre todo a las más sensibles a variaciones en los costos de financiamiento como las *small caps* -que cayeron casi 15% en USD-, peor que las acciones globales. El crecimiento esperado de utilidades si bien se ha corregido al alza para este año (13.7% 2022e vs 12.3% en la versión anterior de este documento), se espera sea recortado debido al efecto de las presiones de costo y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios y fiscales.

A pesar de valorizaciones que son atractivas en términos absolutos y relativos a desarrollados, rezago de corto y largo plazo, la 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.

Reino Unido: se mantiene en neutral la posición

Al deterioro económico se suma un remezón político con la renuncia del primer ministro Boris Johnson luego de una serie de escándalos que hacían inviable su gobierno. Comienza así un proceso para escoger un nuevo liderazgo que podría culminar en septiembre.

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 estancionario en conjunto con un mercado laboral estrecho como consecuencia del *Brexit*, una política monetaria contractiva y la desaceleración de su principal socio comercial (la Unión Europea).

La alta inflación (9.1% interanual en mayo, la mayor en cuatro décadas) ha gatillado cinco 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 2.75% a fines de año. El Banco Central estima que la inflación podría superar el 10% durante el año en un contexto de mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.8% en marzo, volviendo a niveles prepandemia) y presiones salariales (en abril los salarios subieron 6.8% 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 16.4%, superior al resto de Europa. No obstante, para 2023 se estima 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 del comercio internacional afectará los resultados de las compañías británicas.

No obstante del reciente *outperformance*, han habido persistentes salidas de flujos en lo corrido del año (fondos e ETFs). Las valorizaciones se han encarecido en términos relativos a pares desarrollados transando en línea con ellos, mientras la razón P/U *fwd.* mantiene el atractivo en términos absolutos y 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 relativas que se encarecen, nos llevan a mantener una posición neutral en acciones británicas.

Estados Unidos: Se mantiene la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* mientras se neutralizan las posiciones en *Growth* y *small caps*

Al igual que en Europa, el *momentum* económico es negativo con datos que en general decepcionan a excepción del mercado laboral. Este aún luce ajustado indicando un sobrecalentamiento económico, aunque existen datos que comienzan a dar indicios de un ajuste gradual entre la oferta y demanda laboral, mientras que la inflación también estaría tocando un *peak*.

Si bien la inflación *headline* -o total- se mantiene elevada (8.6% interanual en mayo), su medida subyacente retrocede por tercer mes consecutivo y la inflación implícita en las curvas de tasas de interés converge hacia el 2% (*breakevens* de 5 y 10 años se ubican en 2.57% y 2.32% cada una). Esto implicaría alguna suavización del ajuste monetario, sin embargo, un mercado laboral que sorprende ampliamente lleva a que el mercado siga internalizando agresivas alzas de tasas (se estima un alza de 75 pbs. en julio y otras de 50 pbs. en las reuniones siguientes). Durante junio la tasa de desempleo se mantuvo en 3.6% y se crearon 372 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas -sobre los 265 mil estimados-, aunque las solicitudes de beneficios de desempleo semanales han comenzado a subir gradualmente desde marzo y la publicación de ofertas laborales también ha disminuido. Por su parte, el consumo se modera, al igual que gasto personal mientras que la confianza del consumidor cae a mínimos de 12 meses.

Así, entre un tira y afloja de señales que respaldarían un aterrizaje suave y otras, forzoso, la curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro se ha mantenido altamente volátil llegando a estar invertida en el tramo 2-10 años, lo que históricamente antecede una recesión. La tasa a 10 años se ubicó casi en 3.50% a mediados de junio, para caer a 2.80% a fines de mes y ubicarse el 11 de julio en 2.95%.

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 estilos como el *value*, 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, y aunque el S&P500 transa con descuento en P/U *fwd.*, las valorizaciones 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*. A nivel sectorial materiales, real estate y financiero lucen con mayores castigos, destacándose que real estate es además uno de los sectores con mayores correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento de utilidades por la alta exposición a rentas que tienen el sector. En cuanto a utilidades, está por comenzar la temporada de reportes corporativos del 2do trimestre, se espera que las utilidades se desaceleren para crecer 4% -desde 7.7% el trimestre previo- afectadas por las presiones de costos. No obstante, excluyendo el sector de energía, se estima una contracción de las utilidades de casi 4%. Para los siguientes 12 meses se estima un crecimiento de utilidades cercano a 20%, el cual no estaría internalizando una recesión profunda pues no ha tenido correcciones significativas en los últimos tres meses.

El *momentum* económico se mantiene negativo – a pesar de los datos de empleo- y en el contexto actual se privilegia mantener acciones con menor beta, que aún muestran rezago de largo plazo como las *value*, 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 la sobreexposición entre acciones *Large Cap Value* y neutralizar las *Small Caps* por su mayor volatilidad implícita y sensibilidad ante un escenario económico que se deteriora. Por su parte, se neutralizan también las acciones *growth*, las cuales muestran un sobrecastigo relevante y podrían verse beneficiadas de un escenario en que las tasas de interés tienden a estabilizarse en conjunto con la inflación.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

El asesinato del ex primer ministro Shinzo Abe en medio de un acto de campaña política causó conmoción internacional e impulsó que los japoneses apoyaran al gobernante partido liberal demócrata a ganar la mayoría de la cámara alta, lo que ayudaría al gobierno a impulsar su programa político y enmendar la constitución.

Sin diferencia con respecto a otras economías desarrolladas, el *momentum* económico se torna negativo. 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. La producción industrial de mayo se contrajo 7.2% mensual, la mayor caída en dos años debido a los problemas de abastecimiento por los confinamientos en China. Por su parte, el aumento en el precio de los *commodities* energéticos y de alimentos deteriora 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 mayo. 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 16% 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 8%, dato que se corrige a la baja y se compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a países desarrollados, sin embargo, se han observado salidas de fondos en lo corrido del año (ETFs 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.

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

Durante junio se comenzó a materializar un mejor escenario económico para algunas economías emergentes ante la moderación en las restricciones de movilidad en China, lo que nos lleva a aumentar a ***OW* las acciones chinas** desde *neutral*. Con respecto a **Asia EM ex China**, se observó en el mes un desempeño accionario menos negativo que el de países desarrollados, sin embargo, el rezago de la política monetaria de algunos países y su posición de importador neto de materias primas, mantendrían su desempeño acotado, por lo que **mantenemos el *UW***. Por su parte, mayores temores de recesión en EE.UU. golpearon a los mercados durante el mes pasado, observándose un *underperformance* en América Latina, en línea con un menor precio de *commodities* y en conjunto con riesgos idiosincráticos. Sin embargo, mantenemos las buenas perspectivas para exportadores de *commodities*, ya que, si bien los precios han retrocedido en el margen, otros factores como los problemas de oferta y las disrupciones en las cadenas de suministro los mantendrían en niveles relativamente altos. Con lo anterior, **se reduce la sobreexposición en LatAm y EMEA.**

América Latina: Se mantiene el *overweight* en *large caps*, pero se neutraliza *small caps*

En junio América Latina fue afectado por la mayor aversión al riesgo al igual que el resto del mundo. A pesar de esto, existe un rezago relevante de mediano y largo en relación a índices globales, implicando un potencial de apreciación. Además, el precio de los *commodities* tendría soporte estructural beneficiando a la región, junto a Bancos Centrales que se acercarán al final del ajuste monetario. No obstante, los riesgos de recesión global afectan a las economías emergentes -especialmente a sus monedas- dado los característicos mayores niveles de volatilidad de éstos. Bajo este contexto, se decide mantener la sobreexposición en *large caps*, pero se neutraliza la posición en *small caps*.

En el caso de **Brasil**, los PMI de manufacturas y de servicios se mantienen el terreno de expansión económica por cuarto mes consecutivo, llegando en junio a 54.1 y 60.8 pts, respectivamente. Por su parte, el mercado laboral mantiene su buen *momentum* con la tasa de desempleo de mayo cayendo a 9.8%, el nivel más bajo desde enero de 2016, luego de que la creación de empleos superó las expectativas generando 277,000 puestos de trabajo. Sin embargo, la inflación se mantiene elevada (11.9% interanual en mayo), por lo que se espera que en la reunión de política monetaria de agosto el Banco Central realice una última alza de 50 pbs. en la tasa Selic, hasta 13.75%. En comercio internacional, si bien el precio de *commodities* energéticos y de cereales cayeron durante junio, aún tienen factores estructurales (como consecuencia de la crisis climática y los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania), por lo que aún le entregarían soporte a la balanza comercial. Por otra parte, el país lideró la entrada de flujos a fondos e ETFs en la región (~7.5% del total de activos gestionados). En el escenario político, el expresidente Lula Da Silva mantiene el liderazgo de las preferencias en las encuestas con 47%, frente al 28% del presidente Jair Bolsonaro y se estima que ganaría en segunda vuelta con 53% de los votos. 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 economía muestra resiliencia con las ventas minoristas y producción industrial de abril creciendo 4.6% y 2.7%, ambas sobre las expectativas. No obstante, la inflación persiste en niveles elevados llegando en junio a 8.0% interanual, por lo que Banxico elevó la tasa de política monetaria en 75 pbs. hasta 7.75%, y se espera que en la próxima reunión del 29 de julio se realice otra alza de igual magnitud en la tasa de referencia. El proceso de ajuste monetario ha permitido a la moneda comportarse de manera más defensiva durante el mes, siendo la moneda

menos depreciada en la región durante junio. Asimismo, en el mes se registraron entradas netas de flujos a fondos e ETFs (~2.4% del total de activos gestionados). Por su 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 desde China. Ante esto, la demanda de espacios industriales aumentó 42% durante el primer trimestre del año, mientras que el Banco Interamericano de Desarrollo estima que la ganancia potencial, en el corto y mediano plazo, del país por este fenómeno es de USD 35,000 millones, equivalente a 2.6% del PIB derivado de nuevas exportaciones de mercancías. 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**, a menos de 2 meses del plebiscito por la propuesta de nueva constitución del 4 de septiembre, no sólo la intención de voto demuestra una importante ventaja para la opción rechazo, sino que la expectativa de que esta opción gane también comienza a liderar en las encuestas, luego de las declaraciones de distintas figuras de centro y de centroizquierda apoyando la opción. Dentro de estas figuras se incluyeron senadores en ejercicio, expresidentes, exministros, entre otros, los cuales se inclinan por continuar con el debate constitucional, tomando en cuenta el casi 80% de aprobación que consiguió en un comienzo la opción por redactar una nueva constitución para el país. Por otro lado, parte de los problemas que en un comienzo ayudaron a avivar las protestas sociales (como la mejora en las pensiones o salud) han pasado a un segundo plano, ganando atención delincuencia e inflación, los cuales se alzan como los mayores desafíos que debe enfrentar el gobierno. Esto ha contribuido a que la caída de la aprobación del presidente Boric se acelere nuevamente, alcanzando cerca de un 62% de desaprobación, a 4 meses de asumir el cargo. En cuanto a economía, la actividad nuevamente demuestra que el proceso de desaceleración es más lento que lo anticipado, avanzando 6.4% interanual en mayo, muy superior al 5% esperado por los analistas. Además, el empleo continúa en su senda de recuperación, aunque el ritmo comienza a desacelerarse (64,000 empleos nuevos en promedio para el trimestre terminado en mayo, menor a los 75,000 anteriores), en línea con la desaceleración de la actividad. Las presiones inflacionarias son resilientes, y las expectativas de inflación para este año siguen subiendo, ubicándose actualmente en casi 11%, junto con una estimación del mercado superior al 3% de meta del Banco Central para todos los años en plazos superiores a 12 meses, lo cual ha llevado a la entidad monetaria a adoptar una política más restrictiva en el mediano plazo. Los flujos a los fondos de renta variable en el país señalan que la salida de capitales continúa, a pesar de los *inflows* a la región, pero las valorizaciones lucen atractivas relativo a la historia. Además, el precio del cobre ha sufrido una depreciación relevante, y cayó de los USD 4 la libra que mantuvo desde inicios del 2021 dados los temores de una recesión global. En este contexto de alza de la opción rechazo en el plebiscito de salida junto con valorizaciones extremadamente descontadas, pero con un gobierno debilitándose rápidamente, una economía que se desacelera, presiones inflacionarias resilientes y precio del cobre cayendo, se decide **mantener neutral la exposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, se mantiene un buen *momentum* económico con la actividad económica y las ventas minoristas de abril creciendo 12% y 23% interanual respectivamente, ambas sobre el consenso de mercado. No obstante, la inflación de junio llegó a 9.7%, por lo que se espera que el Banco de la República continúe con el proceso de ajuste monetario y vuelva a realizar un alza de 150 pbs. en la tasa de referencia, hasta 9.0% desde el 7.5% actual. En comercio internacional, el precio del petróleo -principal exportación del país- presentó caídas en torno a 7% durante junio, sin embargo, los términos de intercambio permanecen en niveles elevados. En el escenario político, Gustavo Petro ganó las elecciones presidenciales, provocando reacciones negativas en el mercado tales como que el riesgo país (CDS a 10 años) subiera 96.3 pbs. durante junio y que la moneda se depreciara 9.1% en el mismo mes. Lo anterior, debido a que el candidato representa a la extrema izquierda y tiene en su programa de gobierno reformas controversiales, y si bien, ha tratado de mostrar moderación con la elección de José Antonio Ocampo como ministro de Hacienda, no ha logrado revertir la reacción de los inversionistas. Respecto a las valorizaciones, permanecen en niveles atractivos relativo a su desempeño histórico. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas y buenos niveles de actividad, pero contrastado con alta incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal y volatilidad global en torno a los *commodities* energéticos, se decide **neutralizar la exposición a acciones colombianas.**

En **Perú**, la actividad económica continúa desacelerándose luego de que en abril creciera 3.7% interanual, bajo las expectativas, mientras que la inflación de Lima en junio llegó a 8.8% anual, máximo de 25 años. Lo anterior volvió a provocar movilizaciones sociales en señal de descontento, con el paro de transportista que se llevó a cabo a inicios de mes en contra del alto precio de los combustibles. Por su parte, la minera las bambas -productora del 2% del cobre mundial- volvió a sus niveles de producción normal, pero debido a las diversas paralizaciones que tuvo, por conflictos con comunidades aledañas, provocó que la producción nacional de cobre en mayo cayera 11.2% interanual. El escenario político permanece muy complejo con una tensa relación entre el poder ejecutivo y legislativo, sumado a altos niveles de desaprobación que alcanzan en junio 71% para la gestión del presidente y 88% para el congreso. Bajo el contexto de elevada incertidumbre idiosincrática junto a riesgos globales, el sol peruano se depreció 2.3% en el último mes. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio de 5 años en términos absolutos – ésta última por más de 1 desv. estándar-. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con un complejo escenario político que genera problemas de gobernabilidad y riesgo de movilizaciones sociales, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, se observa una desaceleración en la actividad económica con el PIB del primer trimestre creciendo 6.0% interanual – desde el 8.1% previo-, y la actividad económica de abril creciendo 5.1% a doce meses, bajo las expectativas del mercado. Por su parte, la inflación persiste al alza llegando en mayo a 60.7% interanual, y con expectativas de llegar a fin de año ~76%. En el escenario político, renunció el ministro de economía Martín Guzmán por motivos políticos tras la lucha que había llevado a cabo para implementar las medidas comprometidas en el acuerdo con el FMI – del cual fue gestor-. Ante esta situación se incrementó la incertidumbre en el mercado respecto de si el país cumplirá el acuerdo con el organismo monetario, luego de que la nueva ministra de economía, Silvina Batakis, fue respaldada por la vicepresidenta Cristina Fernández y es conocida por ser defensora de las políticas Kirchneristas. Asimismo, se profundiza el quiebre dentro del oficialismo, debido a que la renuncia del exministro se interpretó como una “derrota” para el presidente Alberto Fernández en contra de la vicepresidenta, a tal nivel que se llegó a rumorear una posible renuncia al cargo por parte del mandatario. No obstante, la vocera de gobierno declaró que éste era completamente falso. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y problemas de gobernabilidad, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se lleva a las acciones chinas desde neutral a *overweight*

Después de un difícil inicio de año, se empiezan a ver luces de un mejor desempeño económico en junio. Las autoridades anunciaron la flexibilización de algunas medidas de restricción de movilidad, en particular para viajeros internacionales, retomando además los vuelos desde y hacia Beijing. Sin embargo, el riesgo del endurecimiento de la política cero COVID no desaparece a pesar de que las recientes medidas que se han tomado para combatir los rebrotes han sido más acotadas.

Los indicadores líderes PMI mostraron una importante alza en junio pasando a terreno expansivo tanto en manufacturas como en servicios luego del anuncio respecto a la flexibilización de las medidas de cuarentena. En este contexto, las autoridades han continuado entregando estímulos para apoyar la actividad económica. Por el lado fiscal, se han seguido anunciando medidas para apoyar la actividad económica, con especial énfasis en impulsar la infraestructura. Dos de las medidas más emblemáticas fueron una inyección de USD 45 mil millones y otra de USD 220 mil millones. En tanto, por el lado monetario, se mantiene la política expansiva en términos de tasas, sin anunciarse recortes adicionales en el último mes. En lo más reciente, la autoridad dio leves señales de normalización monetaria, en la medida que recortó sus operaciones de liquidez.

En cuanto al sector corporativo, las expectativas de utilidades han seguido corrigiéndose a la baja, pero a ritmos más acotados que en los meses anteriores. Por su parte, las valorizaciones aún se ven descontadas, especialmente la razón de P/VL, que se transa a más de 2 desv. estándar bajo su promedio de 5 años. Durante junio hubo entradas netas de flujos a fondos, a diferencia de otros países asiáticos. En definitiva, las mejores perspectivas para la economía ya comenzaron a materializarse, lo que se debiera mantener hacia la segunda mitad del año de la mano de estímulos fiscales y monetarios, llevándonos a **subir nuestra exposición a acciones chinas desde neutral a *OW*.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el **UW**

Durante junio los temores de recesión en el mundo desarrollado continuaron al alza, derivando en un menor apetito por riesgo que se tradujo en la continuación de las salidas de flujos desde Asia EM ex China. Estas economías tienen un alto sesgo exportador, lo que las pone en una situación particularmente vulnerable ante las crecientes presiones inflacionarias que se han ido materializando en los últimos meses. Además, algunas de estas economías muestran un rezago en su ajuste monetario, lo que ha llevado a que las perspectivas de las tasas de referencia en los meses venideros se ubiquen en niveles superiores a los actuales, retirando el estímulo monetario y pudiendo tener efectos negativos en su desempeño económico. Por su parte, si bien los precios de *commodities* han cedido en lo más reciente, existen razones para que sus niveles se mantengan relativamente altos, golpeando los términos de intercambio. En este escenario, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China.**

Las acciones **indias** continuaron profundizando sus caídas durante junio (~-7% en USD), en línea con las otras economías emergentes. Las valorizaciones se han mantenido altas en comparación a otros mercados emergentes, al igual que la inflación, que se ha desacelerado en el margen. Por el lado de la política monetaria, el banco central ha subido la tasa consistentemente, comenzando en abril, y aumentando otros 50 pbs. en junio, actuando de manera agresiva, pero con cierto rezago. En lo más reciente, la inflación se desaceleró mientras que los PMI continúan en terreno expansivo, pero con importantes preocupaciones en torno al nivel del precio del petróleo. En relación con el sector corporativo, las utilidades se corrigieron a la baja en el último mes, pero las valorizaciones comienzan a lucir bajo promedios históricos, en particular la razón P/U *fwd.*, pero en comparación a sus pares emergentes, siguen luciendo caras. Con respecto a flujos, los inversionistas han seguido retirando fondos del país, en línea con la tónica de los últimos meses. **Dado lo anterior, se decide mantener la subexposición en acciones indias.**

La economía **surcoreana** ha mostrado señales mixtas, la confianza del consumidor pasó a terreno pesimista, principalmente por una sensación de la economía doméstica más debilitada y mayores expectativas de inflación. Por el lado de los semiconductores -una de las principales exportaciones del país- empresas de otros países han mencionado menores perspectivas de demanda global, no obstante, Samsung publicó sus resultados del segundo trimestre, sorprendiendo al alza. Con respecto al PMI manufacturero de junio, se mantuvo en terreno de expansión, pero desacelerándose hasta 51.3 puntos en junio. En relación con la política monetaria, el consejo del Banco Central comenzó con el ajuste monetario en julio de 2021, con el objetivo de controlar la inflación que se ubicó en junio en un 6% interanual, alcanzando un máximo de casi 24 años. Con lo anterior, las utilidades del sector corporativo se han visto afectadas, y se han seguido corrigiendo a la baja, de manera más significativa que sus pares emergentes. Las valorizaciones se ubican en torno a 1 desv. estándar bajo su promedio, tras una caída de la bolsa de ~ 17% en USD durante junio. Lo anterior se encontró en línea con una salida importante de flujos. Con todo, **se decide mantener el UW en acciones surcoreanas.**

Al igual que el caso de Corea, **Taiwán** es una economía con un sesgo exportador importante, y dentro de las economías emergentes, es de las que tiene sus ingresos más expuestos a economías desarrolladas. Debido a lo anterior, su actividad económica se vería más vulnerable ante una desaceleración global. Por el lado de la política monetaria, la autoridad continuó con el retiro del estímulo en junio, subiendo la tasa en 12.5 pbs. por segunda reunión consecutiva, en un contexto en que la inflación ha seguido acelerándose, alcanzando un 3.6% interanual en junio. Además, el PMI manufacturero entró en terreno contractivo en junio, ubicándose en 49.8 pts. Con respecto a valorizaciones, Taiwán ha sido uno de los mercados más golpeados en lo que va del año, mostrando valorizaciones atractivas, con una razón P/U *fwd.* más de 2 desv. estándar bajo su promedio histórico. Con lo anterior, **se decide mantener la exposición neutral en acciones taiwanesas.**

Dentro del sudeste asiático, ha destacado el desempeño de **Indonesia** en lo que va del año, explicado por el *boom* de precios de *commodities* y su sesgo exportador de este tipo de recursos -principalmente carbón-. A pesar de que la autoridad monetaria ha mantenido el sesgo expansivo, sin comenzar su proceso de ajuste monetario, se está enfrentando a mayores presiones inflacionarias. En lo más reciente, los precios de *commodities* han cedido, de la mano de una eventual desaceleración global. Por el lado de **Tailandia**, las perspectivas para la economía doméstica

han mejorado, impulsadas por el relajo de restricciones para viajeros chinos, derivando en mejores perspectivas para el turismo tailandés. Las valorizaciones se encuentran en torno a 1 des. estándar bajo su promedio histórico, menos atractivas que otros países de la región, pero con mejoras en las perspectivas macroeconómicas. Con todo lo anterior, se decide **bajar la sobreexposición en Indonesia, pero aun favoreciéndola como exportadora de commodities, mientras que Tailandia se lleva de subexposición a neutral.**

EMEA: Se reduce el OW

Al igual que Latinoamérica, la región se vio afectada por las mayores expectativas de recesión y su posterior impacto en los *commodities*, en especial en el precio del petróleo que cayó en torno a 8% durante el mes. Si bien una recesión global afecta las perspectivas del *commodity* para los próximos meses, factores estructurales como la desinversión de los últimos años o la guerra en curso entre Rusia-Ucrania nos hace mantener perspectivas al alza para el precio en el mediano plazo, no sólo para el petróleo sino también para el gas natural, carbón, entre otros. Por su parte, las valorizaciones se ajustan y pasan a ubicarse por debajo de sus promedios históricos, pero la alta volatilidad de la región nos lleva a tomar cautela y **disminuir la sobreexposición a EMEA.**

Las perspectivas de la **economía sudafricana** han seguido mejorando en los últimos meses con el PMI manufacturero consolidándose en terreno de expansión económica (52.7 pts. en junio). A pesar de lo anterior, la caída en los precios de los *commodities* en los últimos meses ha afectado a las compañías locales, quienes han visto correcciones a la baja es sus estimados de utilidades. Además, el apetito de los inversionistas globales sigue ausente con salidas tanto de ETFs como de fondos en los últimos meses, a pesar de valorizaciones que siguen luciendo atractivas relativo a su historia y pares emergentes. Con lo anterior, se decide **mantener la exposición neutral en acciones sudafricanas.**

La inflación en casi 80% en junio y una depreciación de la moneda de más de 20% en lo que va del año reflejan el actual escenario en Turquía. Con el PMI de junio en terreno de contracción económica (48.1 pts.), las perspectivas económicas y corporativas para la economía turca lucen desafiantes. Sin embargo, lo anterior ya se refleja en gran medida en los precios con valorizaciones (P/U *fwd.*) que lucen más de dos desv. estándar bajo su promedio histórico y flujos negativos en los últimos meses. No obstante, esperamos el escenario macro continúe débil en los próximos meses por lo que **mantenemos la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el UW en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). A pesar de valorizaciones descontadas, las expectativas económicas y corporativas para la región lucen complejas. Con el Banco Central Europeo obligado a un aumento en la tasa de referencia en los próximos meses, las expectativas de recesión han aumentado, lo que seguramente seguirá afectando las perspectivas de las compañías de la región.

Luego de ser uno de los mercados más defensivos en lo que va del año, las expectativas sobre la economía **saudí** se han moderado en línea con la caída en el precio del petróleo. Sin embargo, el PMI de junio (57 pts.) se siguió ubicando en terreno de amplia expansión económica lo que demuestra la fortaleza de la economía local para los próximos meses. Además, los estimados de utilidades se han seguido corrigiendo al alza en los últimos meses lo que sumado a la caída en los precios ha moderado las valorizaciones dejándolas bajo sus promedios históricos. Por otro lado, el apetito global de los inversionistas (altamente correlacionado con el precio del petróleo) ha disminuido y en el último mes se registraron salidas por 10% del total de activos administrados. Con todo, se decide **reducir la sobreexposición a Arabia Saudita.**

Renta Fija

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

Como se comentó al comienzo del documento, la batalla contra la inflación ha provocado que las tasas de interés de corto plazo suban, mientras que las de mayor plazo caen en el margen, producto de una mayor probabilidad de recesión. Con esto, la curva de rendimientos vuelve a invertirse entre los bonos del tesoro de 2 a 10 años -señal utilizada para predecir recesiones-, generando caídas generalizadas también en la renta fija, en especial en los segmentos de mayor *spread*. Dado este escenario más desafiante, durante el mes se decide mantener la posición neutral en *treasuries* nominales por su condición de activo de refugio, aumentando la exposición en TIPS, que operan con un atractivo *yield* real cercano a 1%.

US Mortgages: se mantiene el neutral

En el caso del mercado inmobiliario estadounidense, por un lado, el encarecimiento de los créditos hipotecarios dada el alza en las tasas de interés reduce el atractivo de la subclase de activo, lo cual contrasta con salarios aún con presiones alcistas y un mercado laboral resiliente. En este sentido, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: se mantiene el overweight

El contexto desafiante destacado, favorece activos con menor correlación con las acciones y la búsqueda de calidad crediticia, aunque implique disminuir el devengo. Dado esto, y al considerar un *yield* real que supera el 2%, se decide mantener el *OW* en *US IG*.

US High Yield: se disminuye el overweight

En un escenario en que aumentan las probabilidades de recesión, podría haber una ampliación adicional de *spreads* que deteriora la perspectiva riesgo/retorno de la subclase de activo. No obstante, lo atractivo del *yield* y la duración más corta, nos lleva a aún mantener la posición, aunque en forma más moderada.

Europe Broad: underweight

A diferencia del caso estadounidense, en Europa el contexto macroeconómico luce particularmente desafiante como se abordó previamente, junto con el BCE que ha sido de los que más ha tardado en ajustar la política monetaria, a pesar de los datos de inflación. Al agregar a esto un *yield* poco atractivo en comparación a las demás alternativas, se decide mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: se mantiene el neutral

En este caso, y a pesar del *underweight* general que se tiene en Europa, la mejor combinación de riesgo/retorno del *High Yield* versus el *Investment Grade* nos lleva a mantener en neutral la posición en *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

La revisión macroeconómica del país es desfavorable, como se detalló previamente, lo cual, sumado a un *yield* real negativo y a una duración de casi 9 años, nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos

La deuda emergente ofrece un mayor *yield* esperado en relación con el mundo desarrollado, al costo de un mayor riesgo crediticio que -de momento- parece acotado con tasas de *default* esperadas que están en general en línea con sus promedios históricos. En especial, se favorece la deuda del sector corporativo por su menor duración que la soberana y buena salud corporativa, especialmente en LatAm. 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 *Investment grade* reduciendo la soberana, manteniendo por su parte el neutral en *local markets* y en deuda soberana *high yield*. La posición de deuda corporativa *high yield* sigue siendo la de mayor exposición dentro del *allocation*.



Exposición a monedas – julio 2022

Monedas	Bench.	Junio	Julio	OW/UW		Cambio
USD	41.8%	48.8%	50.1%	OW	8.3%	1.3%
EUR	17.5%	12.3%	12.4%	UW	-5.0%	0.1%
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	N		-0.1%
JPY	6.4%	2.4%	2.4%	UW	-3.9%	0.1%
GEMs	33.0%	35.0%	33.6%	OW	0.6%	-1.4%
	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 tomó cobertura de monedas.

Resultados TAACo Global – Junio 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%	-8.2%	-4.1%	-4.3%	0.0	-21.2
Renta Fija	50%	40%	-10%	-3.3%	-1.6%	-1.3%	-24.7	-0.5
Caja	0%	5%	5%	0.1%	0.0%	0.0%	28.9	
Oro	0%	5%	5%	-1.2%	0.0%	-0.1%	22.7	
Cobertura						-0.2%	-20.7	
Portafolio					-5.72%	-5.88%	6.2	-21.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-15.5
Europe ex UK	13.1%	11.6%	-1.5%	-10.5%	-1.37%	-1.21%	3.4	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	-0.5%	-14.9%	-0.21%	-0.13%	3.3	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	-8.8%	-0.26%	-0.26%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	11.8%	-2.5%	-8.5%	-1.21%	-1.00%	0.7	
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	1.5%	-7.9%	-1.23%	-1.35%	0.5	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	-9.2%	-0.38%	-0.47%	-1.0	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	-8.0%	-0.39%	-0.14%	-0.5	
Desarrollados	56.3%	51.3%	-5.0%	-9.0%	-5.04%	-4.57%	6.4	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	-17.1%	-0.70%	-1.25%	-28.6	
LatAm Small Cap	0.7%	2.9%	2.2%	-20.0%	-0.14%	-0.58%	-26.0	
China	11.8%	11.8%	0.0%	6.6%	0.77%	0.77%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	-12.3%	-2.04%	-1.79%	8.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-10.0%	-0.40%	-0.40%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	8.2%	1.6%	-9.8%	-0.64%	-0.80%	-2.5	
Emergentes	43.7%	48.7%	5.0%	-7.2%	-3.15%	-4.05%	-48.8	
Equities					-8.19%	-8.62%	-42.5	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	-0.9%	-0.10%	-0.10%	0.0	
US TIPS	1.4%	2.6%	1.2%	-3.2%	-0.04%	-0.08%	0.1	
US Mortgages	7.9%	7.9%	0.0%	-1.6%	-0.13%	-0.13%	0.0	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	-2.8%	-0.20%	-0.28%	1.3	
US High Yield	1.7%	3.7%	2.0%	-6.7%	-0.11%	-0.25%	-7.0	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	-2.3%	-0.46%	-0.30%	-6.1	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	-6.8%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	-6.1%	-0.48%	-0.21%	12.8	
Deuda Desarrollados	57.7%	52.6%	-5.1%	-2.7%	-1.57%	-1.40%	1.2	
EM Sovereign IG	4.1%	5.0%	0.9%	-3.2%	-0.13%	-0.16%	0.1	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	-9.0%	-0.54%	-0.54%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	5.1%	1.5%	-1.6%	-0.06%	-0.08%	2.4	
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	2.7%	-5.0%	-0.32%	-0.46%	-4.8	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	-2.8%	-0.63%	-0.63%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	47.4%	5.1%	-4.0%	-1.68%	-1.87%	-2.4	
Fixed Income					-3.25%	-3.27%	-1.2	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de junio de 2022.

En junio la cartera TAACo Global tuvo una pérdida de 5.9%, 16 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó valor por la posición larga en oro y caja, siendo contrarrestado por la cobertura de monedas; (ii) la selección de instrumentos generó pérdidas principalmente en renta variable donde nos perjudicó significativamente el largo en Latinoamérica. En renta fija la selectividad fue negativa en el margen, la mayor contribución de valor provino del posicionamiento corto en bonos soberanos japoneses que fue más que compensado por la pérdida desde productos de *spread* (*high yield* americano y corporativo emergente) y soberano europeo.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	-5.9%	-10.6%	-14.9%	-15.6%	0.8%	2.4%	3.8%	6.4%	9.6%
Benchmark	-5.7%	-10.9%	-16.9%	-17.5%	-0.3%	1.4%	2.9%	4.5%	9.0%
Out/Under perf. (bps)	-16	34	203	194	113	94	88	185	
Acciones	-8.6%	-14.8%	-20.3%	-21.0%	2.2%	3.1%	5.2%	4.2%	14.3%
Benchmark	-8.2%	-14.6%	-20.9%	-21.3%	2.0%	2.9%	4.9%	3.4%	14.1%
Europe ex UK	-10.5%	-17.0%	-25.6%	-23.1%	-0.6%	0.0%	3.9%	2.5%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	-14.9%	-21.8%	-30.2%	-28.2%	1.3%	0.8%	7.5%	9.0%	34.6%
UK	-8.8%	-11.3%	-10.8%	-7.9%	-2.6%	-1.8%	-0.3%	-0.1%	17.4%
US Large Cap Growth	-8.5%	-23.3%	-30.0%	-21.6%	12.5%	13.9%	13.9%	--	28.5%
US Large Cap Value	-7.9%	-10.8%	-12.4%	-5.3%	4.4%	4.7%	7.4%	4.8%	11.8%
US Small Caps	-9.2%	-16.9%	-22.1%	-22.0%	4.7%	5.6%	9.2%	10.2%	15.6%
Japan	-8.0%	-14.8%	-21.2%	-21.5%	-1.0%	-0.2%	3.6%	1.3%	21.8%
Desarrollados [1]	-8.7%	-16.2%	-20.5%	-14.3%	7.0%	7.7%	9.5%	7.8%	22.4%
LatAm	-17.1%	-24.0%	-4.2%	-22.1%	-10.5%	-4.3%	-5.3%	5.0%	20.8%
LatAm Small Cap	-20.0%	-27.2%	-12.1%	-32.1%	-10.8%	-4.3%	-6.6%	7.3%	31.9%
China	6.6%	3.4%	-11.3%	-31.8%	-0.6%	2.1%	5.5%	11.4%	54.1%
EM Asia ex China	-12.3%	-17.4%	-21.4%	-20.7%	6.5%	4.7%	6.0%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	-10.0%	-16.5%	-23.0%	-22.2%	6.1%	2.5%	3.9%	9.1%	33.2%
EM Europe and Middle East	-9.8%	-15.1%	-35.5%	-33.7%	-11.3%	-5.2%	-5.8%	1.4%	11.8%
Emergentes [1]	-6.6%	-11.5%	-17.6%	-25.3%	0.6%	2.2%	3.1%	10.7%	37.3%
Renta fija	-3.3%	-6.9%	-12.8%	-13.7%	-2.6%	0.0%	1.0%	5.6%	5.5%
Benchmark	-3.3%	-7.2%	-12.8%	-13.7%	-3.1%	-0.4%	0.6%	4.7%	5.4%
US Govt Agencies	-0.9%	-3.8%	-9.1%	-8.9%	-0.9%	0.7%	1.0%	4.6%	2.3%
US TIPS	-3.2%	-6.1%	-8.9%	-5.1%	3.0%	3.2%	1.7%	6.2%	3.0%
US Mortgages	-1.6%	-4.0%	-8.8%	-9.0%	-1.4%	0.4%	1.2%	4.7%	2.5%
US Corps	-2.8%	-7.3%	-14.4%	-14.2%	-1.0%	1.3%	2.6%	6.3%	6.4%
US High Yield	-6.7%	-9.8%	-14.2%	-12.8%	0.2%	2.1%	4.5%	8.9%	7.5%
Europe Broad	-2.3%	-7.1%	-12.1%	-12.6%	-3.7%	-0.9%	1.9%	4.6%	0.7%
Europe High Yield	-6.8%	-10.7%	-14.3%	-13.8%	-1.8%	0.1%	4.4%	8.2%	6.2%
Japan Broad	-6.1%	-11.5%	-17.6%	-20.5%	-8.8%	-3.9%	-4.3%	0.8%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	-2.7%	-6.4%	-11.7%	-11.8%	-2.2%				
EM Sovereign IG	-3.2%	-8.0%	-18.3%	-17.7%	-2.8%	0.4%	2.1%	7.9%	9.4%
EM Sovereign HY	-9.0%	-14.2%	-19.7%	-21.5%	-7.0%	-3.3%	1.6%	9.1%	9.4%
EM Corporate IG	-1.6%	-4.2%	-13.3%	-13.0%	-1.2%	1.2%	2.7%	--	6.7%
EM Corporate HY	-5.0%	-7.7%	-17.4%	-20.8%	-3.2%	0.3%	3.8%	--	9.9%
EM Local Markets	-2.8%	-6.7%	-9.2%	-11.1%	-2.6%	-0.2%	-0.5%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	-3.9%	-7.5%	-13.9%	-15.6%	-3.2%				
Caja	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.6%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	-1.2%	-6.4%	0.6%	3.1%	8.8%	7.9%	1.3%	12.8%	12.7%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
DM	14.7x	14.9x	2.0%	2.7x	2.2x	13%	7%	17%	1.1
US	16.6x	16.0x	2.0%	3.9x	2.9x	19%	9%	29%	0.9
Europe	11.5x	13.0x	4.0%	1.7x	1.8x	11%	4%	11%	1.0
Japan	11.9x	14.7x	3.0%	1.2x	1.3x	-8%	5%	9%	-1.5
EM	10.7x	11.5x	3.0%	1.6x	1.8x	-4%	9%	12%	-2.7
EM Asia	11.4x	12.2x	3.0%	1.6x	1.8x	-1%	12%	12%	-11.4
CEEMEA	10.6x	9.3x	4.0%	1.8x	1.5x	-37%	10%	25%	-0.3
LatAm	6.8x	12.0x	9.0%	1.5x	2.0x	16%	-5%	22%	0.4
China	11.4x	11.7x	2.0%	1.5x	2.0x	1%	17%	11%	11.4
S.Korea	7.5x	9.8x	3.0%	0.9x	1.2x	-3%	8%	13%	-2.5
Taiwan	10.8x	14.4x	4.0%	2.1x	1.9x	0%	1%	20%	-
India	18.4x	17.0x	2.0%	3.2x	3.2x	13%	17%	15%	1.4
Indonesia	13.9x	14.1x	4.0%	2.3x	3.3x	12%	8%	17%	1.2
Malaysia	13.3x	14.9x	5.0%	1.5x	1.9x	4%	13%	11%	3.3
Thailand	16.5x	13.3x	3.0%	2.0x	2.1x	-2%	13%	10%	-8.3
Philippines	14.1x	16.3x	2.0%	1.6x	2.5x	17%	22%	9%	0.8
S.Africa	7.9x	12.3x	5.0%	1.7x	2.4x	5%	16%	19%	1.6
Turkey	4.4x	8.2x	8.0%	1.4x	1.5x	50%	-6%	23%	0.1
Poland	7.3x	11.6x	5.0%	0.9x	1.4x	-10%	-7%	13%	-0.7
Czech R.	11.2x	12.4x	7.0%	2.1x	1.7x	97%	17%	21%	0.1
Saudi	16.7x	14.4x	3.0%	2.5x	2.1x	18%	10%	33%	0.9
UAE	13.2x	11.5x	4.0%	1.8x	1.4x	-11%	10%	13%	-1.2
Brazil	5.6x	10.8x	11.0%	1.4x	1.8x	5%	-7%	27%	1.1
Mexico	11.8x	15.0x	4.0%	1.8x	2.6x	17%	9%	19%	0.7
Chile	7.7x	15.3x	8.0%	1.3x	1.9x	48%	-8%	16%	0.2
Colombia	6.3x	13.3x	10.0%	1.1x	1.6x	45%	-4%	28%	0.1
Peru	8.6x	12.6x	5.0%	1.5x	2.9x	53%	0%	23%	0.2

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 29 de junio 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.