

Agosto 2022

Índice

¿Quo Vadis mercados? ..	1
Asignación de activos	3
Resultados	14
Desempeño	15
Valorizaciones	16

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Julio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	3.1%	-3.0%	-12.2%	-12.5%	1.9%	2.5%	4.0%	6.6%	9.6%
Benchmark	3.5%	-2.5%	-14.0%	-14.3%	0.9%	1.6%	3.1%	4.7%	9.1%
Out/Underperformance (bps)	-32	-47	182	177	105	84	84	183	
Acciones	4.3%	-4.6%	-16.9%	-16.4%	3.9%	3.2%	5.5%	4.4%	14.3%
Benchmark	4.6%	-4.1%	-17.2%	-16.3%	3.7%	3.1%	5.3%	3.7%	14.1%
Renta Fija	2.2%	-1.1%	-10.9%	-12.3%	-2.0%	0.1%	1.1%	5.8%	5.5%
Benchmark	2.3%	-1.0%	-10.8%	-12.5%	-2.4%	-0.3%	0.7%	4.9%	5.4%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Resultados al 31 de julio de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

¿Quo Vadis mercado?¹

Es el último mes de vacaciones de verano en el hemisferio norte, período acontecido: junio con fuertes caídas en los precios de los activos de riesgo, julio registrando significativas alzas en los mismos, y a escasos días de comenzado agosto se han registrado fuertes movimientos en un entorno de una marcada incertidumbre respecto de una posible recesión, la inflación/tasas de interés y un *peak* de las tensiones entre Estados Unidos y China a raíz de la visita de Nancy Pelosi (presidenta de la Cámara de Representantes del Congreso) a Taiwán.

Un tono más *dovish* (menos pro-alzas fuertes de las tasas de interés) en el comunicado del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) en julio impulsó a los precios de los activos de riesgo. Pero como una “paloma (*dove* en inglés) no hace el verano” y menos en el ambiente de incertidumbre enmarcada en un proceso de desaceleración, alta inflación y conflictos geopolíticos como el actual, prevalece la gran pregunta respecto de cuán recesivo o estanflacionario (inflación y recesión juntas) será el futuro cercano.

El PIB de Estados Unidos se contrajo por segundo trimestre consecutivo (-1.6% anualizado en el primero y -0.9% en el segundo) pero la mayoría de las expectativas aún apuntan a que en la segunda mitad del año una recuperación evitaría que el año entero registre una baja en la actividad. En la economía se registran señales mixtas respecto de la inflación. Hay ciertos indicadores incipientes que ésta estaría cediendo, como la inflación subyacente que lleva desacelerándose por tercer mes consecutivo a julio. El mercado está incorporando que las expectativas inflacionarias se comienzan a anclar; el Fed subiría las tasas de interés hasta el primer trimestre de 2023 y en adelante adoptaría gradualmente una política monetaria expansiva. En línea con ello, la curva de tasas de interés está invertida (menores tasas en los tramos de mayor plazo), lo que señala una próxima recesión.

Asimismo, se registra cierta desaceleración del consumo, que venía agregando impulso al PIB, lo que está disminuyendo y en el segundo trimestre el aporte fue marginal. Por el lado de la inversión, ésta ya viene restando valor a la actividad económica, y en el caso del sector inmobiliario esto es cada vez más marcado. Sin embargo, el mercado laboral estadounidense aún luce dinámico, con una baja tasa de desempleo, en 3.5% y los salarios subiendo 5.2% interanual en promedio.

Los resultados corporativos, a pesar de menores aumentos en el crecimiento de las utilidades, siguen creciendo y hasta el segundo trimestre sorprendiendo positivamente. ¿Refleja ello la resiliencia de las compañías ya que tienen una situación financiera saludable, o los estimados

¹ ¿A dónde vas? en latín

Entorno de marcada incertidumbre remece los mercados tras el rally de julio

Cabe preguntarse cuán recesivo o estanflacionario será el futuro, en un periodo de alta incertidumbre

La inflación comienza a dar señales de desaceleración y la curva de tasas invertida sugiere temores de recesión

Mercado laboral de EE.UU. resiliente, pero consumo desacelerándose e inversión a la baja

Reportes corporativos del segundo trimestre sorprendiendo al alza



son demasiado optimistas y no incorporan aún una recesión? Las alzas en las tasas de interés afectan directamente a los mercados financieros y aumentan los costos del crédito, además de la presión del lado de salarios crecientes. Esto afecta, no sólo la inversión, como se mencionó, sino que reduce los márgenes de los negocios y golpea los resultados. Sin el impulso de los consumidores ni nuevos estímulos de parte del gobierno es de esperar, no sólo una recesión económica, sino también de las utilidades corporativas.

Alzas de tasas golpearían la inversión, márgenes y resultados corporativos

Hasta el momento, las correcciones en los precios accionarios han respondido principalmente a las alzas en las tasas de interés. En adelante, las fluctuaciones se darían al “ritmo” de los ajustes en las estimaciones de las utilidades producto de un escenario recesivo con inflación.

Evolución de las tasas de interés marcaría el ritmo de las estimaciones de utilidades

En cuanto a China, el otro motor global, la incertidumbre no es menor y la pregunta es si va a terminar siendo un soporte o un riesgo para la economía global. Entre los anuncios de la reunión de julio del Partido Comunista o Politburó destacan la flexibilización de la meta de crecimiento de 5.5% anual (que no se alcanzaría este año) y que los estímulos económicos serían acotados. Cabe mencionar un hecho sin precedentes en China durante julio, el boicot inmobiliario, en que muchos deudores inmobiliarios se negaron a pagar cuotas de viviendas comprada no entregadas, lo que podría gatillar bajas de la tasa de referencia guía de los créditos hipotecarios.

China: ¿soporte o riesgo para la economía global?

Es complicado predecir el punto de inflexión de los mercados y hay que recordar que los economistas históricamente tendemos a subestimar los ciclos económicos a la baja y lo razonable es posicionar las carteras de inversiones considerando las probabilidades de diferentes escenarios y sus implicancias. Por el momento, el mercado parece estar creyéndole al Fed, prueba de ello es la reacción al comunicado de julio, en que una postura ligeramente menos alarmante en cuanto a la inflación llevó rápidamente a alzas en los precios de los activos de riesgo y bajas en las tasas de interés de mercado. Ello debe ser tomado con cautela, no es certero que la inflación tome una tendencia a bajar de inmediato. La alta inflación es una realidad y no es transitoria, además, tiene el efecto inercial que va a seguir generando presiones por varios flancos; lo cual no se soluciona con tasas de interés de corto plazo en niveles de 3%. Los bancos centrales aún no terminan con la tarea de bajar la inflación.

Lo complicado es predecir el punto de inflexión de los mercados: parece haber credibilidad en el Fed

Sin embargo, gracias a la pandemia y los ajustes que significó, la salud financiera de las empresas y los hogares es relativamente buena. Esto implica que son bajas las probabilidades que se produzca una crisis financiera, que es lo que podría generar una recesión aguda (interrupción brusca del flujo de crédito). El desendeudamiento o *deleveraging*, sería diferente a lo ocurrido, por ejemplo, en 2008. En este caso se daría de manera más estructural, que daría paso a un bajo crecimiento con tasas de inflación sostenidas por un tiempo.

Baja probabilidad de una crisis financiera ante la buena salud financiera de las empresas y los hogares

El riesgo de errores de política en varios ámbitos prevalece. Primero por el lado de la inflación y la potencial reacción del Fed y la trayectoria de la economía china. En el campo geopolítico la guerra en Ucrania no vislumbra una pronta solución y a sus efectos de largo plazo se suman potenciales interrupciones de corto plazo que pueden darse en cualquier momento y siguen poniendo trabas al suministro de materias primas y energía con un efecto global.

Riesgo de errores de política prevalece: inflación, China y tensiones geopolíticas

Asignación de activos. –

Una recesión “normal” que desafiará los fundamentos macro y corporativos está en el horizonte cercano. Las tasas de interés probablemente subirán nuevamente, aunque más pausadamente. Las acciones mantienen cierto impulso, lo que debiera dar soporte a aquellas acciones rezagadas y las que aún tienen valor dado el escenario actual. La renta fija viene recuperando su función de amortiguar la volatilidad y generar ingresos corrientes atractivos que compensan la volatilidad en una cartera de inversiones. De ahí que para agosto se mantiene la posición neutral en renta variable y se reduce caja para tomar la misma asignación neutral en bonos.

Un escenario base de recesión normal lleva a mantener la renta variable en neutral y subir la renta fija a neutral

Asignación de activos – agosto 2022

TAACo Global	Bench.	Julio	Agosto	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	50%	50%	N				Se mantiene neutral la exposición a acciones y se aumenta a neutral la RF, eliminando la posición en caja
Renta Fija	50%	45%	50%	N	5.0%	+		
Caja		5%		N	-5.0%	-		
Oro				N				
Total Cartera								
Europe ex UK	13.1%	11.6%	10.5%	UW	-2.6%	-1.1%	-	Aumenta UW en Europa
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%		UW	-1.4%	-0.9%	-	US: se lleva Large Cap Growth y Small Caps a OW desde neutral, se mantiene OW Value
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N				
US Large Cap Growth	14.3%	14.3%	16.3%	OW	2.0%	2.0%	+	
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	17.2%	OW	1.5%			
US Small Caps	4.1%	4.1%	5.1%	OW	1.0%	1.0%	+	Se mantiene UW en Japón
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%			
Mercados desarrollados	56.3%	52.8%	53.8%	UW	-2.5%	1.0%	+	Se mantiene el OW en Latam
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%			
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N				Se baja el OW en China
China	11.8%	13.5%	13.1%	OW	1.3%	-0.4%	-	UW Asia EM ex China
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	14.5%	UW	-2.0%			Se lleva EMEA a neutral desde OW
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N				
EM Europe and Middle East	6.6%	7.2%	6.6%	N		-0.6%	-	
Mercados emergentes	43.7%	47.2%	46.2%	OW	2.5%	-1.0%	-	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N				Neutral Treasuries
US TIPS	1.4%	4.0%	3.0%	OW	1.6%	-1.0%	-	Se reduce OW TIPS
US Mortgages	7.9%	7.9%	7.9%	N				OW en US HY e IG
US Corps	7.1%	10.0%	10.0%	OW	2.9%			Neutral US Mortgages y Europa HY
US High Yield	1.7%	2.3%	2.3%	OW	0.6%			
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%			UW bonos europeos y japoneses
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%	51.6%	UW	-6.1%	-1.0%	-	Se aumenta el OW Emergentes
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	4.1%	N				
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N				
EM Corporate IG	3.6%	6.0%	6.5%	OW	2.9%	0.5%	+	Aumenta el OW en corporativos IG y HY
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	9.6%	OW	3.2%	0.5%	+	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	22.2%	N				
Deuda emergente	42.3%	47.4%	48.4%	OW	6.1%	1.0%	+	
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

Este mes se mantuvo el neutral táctico en acciones ante un *mix* de factores que nos llevan a tener de escenario base un aterrizaje suave de la economía global. También se neutraliza la renta fija, la cual con la subida de los *yields* se vuelve cada vez más atractiva como una opción de dar estabilidad a la cartera por su generación de ingresos.

Dentro de la renta variable se mantiene la convicción en EE.UU. por su mayor exposición a empresas de calidad - *quality factor*-, las que poseen un sesgo defensivo ante una desaceleración de la economía. Además, dado el soporte estructural que tienen los *commodities*, se continúa favoreciendo acciones latinoamericanas. 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 aumenta el *underweight* en *large cap* y *small cap*

El *momentum* económico continúa deteriorándose y el tardío ajuste monetario del Banco Central Europeo (BCE) generará presiones adicionales sobre un vulnerable ambiente económico. Las presiones inflacionarias no ceden, a pesar del retroceso en el precio de los combustibles y los alimentos durante julio, y la desaceleración económica se vuelve cada vez más evidente.

Haciendo eco de la compleja e incierta situación económica, el Fondo Monetario Internacional (FMI) recortó sus perspectivas de crecimiento. Este año la Zona Euro crecería 2.6% y en 2023 1.2%, lo que se compara negativamente con el estimado de abril pasado (2.8% y 3.3% respectivamente). Entre los países más afectados se encuentra Alemania, que crecería 1.2% este año y 0.8% el próximo (ambas estimaciones también corregidas a la baja). El sesgo manufacturero y la dependencia de cadenas de suministro globales han afectado la actividad del país, a lo que se suma la gran dependencia del gas y petróleo ruso. En lo corrido del año el precio del gas natural ha subido 120% (al cierre de julio), mientras Rusia reduce sus envíos a Europa.

La inflación llegó en junio a 8.9% interanual, el mayor registro desde el inicio de la unión monetaria en 2000, impulsada por alzas en los precios de combustibles, alimentos y transporte, a lo que se suma el encarecimiento de servicios debido a la reactivación del turismo. Sin ir más lejos, durante el segundo trimestre países mediterráneos como Francia, España e Italia sorprendieron al alza con su crecimiento impulsado por la demanda. Francia creció 0.5% trimestral, España 1% e Italia 1.1%. Al contrario, Alemania decepcionó al tener una variación nula en el periodo.

Ante la elevada inflación el BCE comenzó a subir sus tasas de interés -en forma tardía si se compara con otras economías desarrolladas- por primera vez en 11 años sorprendiendo al mercado con un alza mayor a la esperada. De esta forma el aumento de 50 pbs. en el sistema de tasas de referencia termina con las tasas negativas en el viejo continente. El mercado espera una nueva alza de 50 pbs. en la reunión de septiembre y que la tasa termine el año en torno a 1%-1.50% para mantenerse en ese nivel por un tiempo prolongado. También anunció el comienzo de los *Transmission Protection Instruments* (TPI) para evitar una fragmentación de la comunidad monetaria y asegurar la correcta transmisión de la política monetaria. La escala de las compras de TPI dependerá de la gravedad de los riesgos que enfrenta la transmisión de la política y las compras no están restringidas ex ante. El anuncio de tal herramienta redujo las tasas soberanas de los países europeos más vulnerables del sur (como Italia, España, Portugal) impulsando los retornos de los bonos en Europa a pesar del aumento en la tasa base.

Por su parte, la confianza se deteriora: el índice de confianza del inversionista Sentix registró en julio -26 pts. (peor que el mes previo), mientras que la confianza del consumidor -27 pts., siendo más pesimista que en el peak de la pandemia e incluso en la crisis financiera de 2008. El consumo pierde tracción y la producción industrial decepciona. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se debilitan, el primero ubicándose bajo 50 pts. por primera vez en dos años.

Las acciones europeas se recuperaron en julio en conjunto con las globales, sin embargo, quedaron rezagadas. La temporada de reportes corporativos del 2do trimestre ha traído sorpresas positivas que han dado soporte a las acciones y el crecimiento esperado de utilidades se ha corregido al alza para este año (14.2% vs 13.7% en la versión anterior de este documento). No obstante, para 2023 se ha corregido a la baja a 4% desde 4.8% en la medida que las utilidades se compriman por efecto de las presiones de costos y la menor demanda derivada del retiro de estímulos monetarios y fiscales. Las valorizaciones se encarecieron con la subida de julio, sin embargo, continúan transando en niveles que son atractivos en términos absolutos y relativos a desarrollados.

A pesar del rezago de corto y largo plazo, y valorizaciones atractivas, la pérdida de *momentum* económico y el recorte en las expectativas de crecimiento, en conjunto con una salida persistente de flujos que no entrega soporte, nos lleva

a aumentar el *underweight* en acciones europeas en búsqueda de financiar posiciones con mayor potencial de apreciación.

Reino Unido: se mantiene en neutral la posición

El país atraviesa una compleja situación macro financiera a lo que se suma un cambio de liderazgo político. La inflación se mantiene en los niveles más elevados de las últimas 4 décadas y el ajuste monetario se vuelve cada más agresivo dejando la economía al borde de una recesión.

Avanza la carrera para escoger al nuevo primer ministro. Rishi Sunak y Liz Truss recibirán los votos de los afiliados al partido conservador en un proceso que culminaría el 5 de septiembre. Ambos candidatos reconocen que la inflación es una de las mayores preocupaciones de los británicos y coinciden en aumentar el gasto en defensa, sin embargo, Truss impulsaría recortes impositivos mientras Sunak llama por mayor responsabilidad fiscal.

Independiente de quien resulte electo el deterioro económico se vuelve cada vez más evidente. El Banco Central de Inglaterra realizó reunión de política monetaria a inicios de agosto decidiendo subir la tasa de interés 50 pbs. hasta 1.75%, la mayor alza en los últimos 27 años en un contexto de inflación elevada (9.4% interanual en junio) y un mercado laboral ajustado (tasa de desempleo en 3.8% en mayo, similar a prepandemia) que ha impulsado los salarios (6.2% interanual en mayo). También se anunció un reajuste de sus expectativas de inflación, proyectando un peak de inflación de 13.3% en octubre. De esta forma el mercado internaliza que la tasa de referencia podría subir hasta 3% a finales de año para mantenerse en ese nivel por un tiempo prologando debido a que la inflación aún se mantendría sobre 9% hasta fines de 2023. A su vez, se recortó la estimación de crecimiento hasta 2.1% este año desde 3.5%, alertando que la economía entraría en recesión durante el cuarto trimestre de 2022.

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 recesión que perdurará hasta 2024. Las perspectivas se deterioran en medio de un ambiente que se vuelve cada más estanflacionario 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). Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios se deterioran y aunque se mantienen sobre 50 pts., se ubican en niveles mínimos de 2 años.

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 en lo corrido del año, pero por la misma razón las acciones se quedaron rezagadas durante julio. Si bien los resultados corporativos han sorprendido al alza, el estimado del crecimiento de utilidades para los siguientes doce meses se recorta a 5.6% desde 6.7% hace un mes y para 2023 se estima una contracción de 0.5%, que se compara negativamente con el resto de 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, el *outperformance* de 2022, ha habido persistentes salidas de flujos en lo corrido del año (fondos e ETFs). Las valorizaciones se alivian y transan con descuento en términos absolutos y relativos a pares desarrollados.

A pesar del rezago de mediano largo plazo, valorizaciones atractivas 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, nos llevan a mantener una posición neutral en acciones británicas.

Estados Unidos: Se mantiene la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* mientras se aumentan las posiciones en *Growth* y *Small Caps*

El *momentum* económico es negativo, pero revirtiendo esta tendencia principalmente desde datos de un mercado laboral que aun muestra fortaleza y sorprende significativamente al alza, mientras que la inflación estaría tocando un *peak*, lo que permitiría flexibilizar el ajuste monetario.

Si bien la inflación *headline* -o total- se mantiene elevada (9.1% interanual en junio), 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 2.71% y 2.48% respectivamente). 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 septiembre y otras de 25 pbs. en las reuniones siguientes). Durante julio la tasa de desempleo bajó a 3.5% (el menor nivel desde 1969) y se crearon 528 mil nuevos puestos de trabajo no agrícolas -sobre los 250 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 inicios de 2021. El menor dinamismo se reflejó en la contracción de 0.9% anualizada del segundo trimestre, afectada por un consumo que tuvo un aporte marginal y una fuerte contracción de la inversión ante el aumento en los costos de financiamiento.

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 profundizando la inversión en el tramo 2-10 años hasta niveles no visto desde inicios de los 2000. Luego de un mensaje *dovish* por parte del Fed en la reunión de julio, la curva de tasas de desplazó hacia abajo con caídas significativas en las tasas de largo plazo ante el temor a la recesión. Tal situación se revirtió en parte con los datos que continúan mostrando un mercado laboral robusto, elevando las expectativas de alzas de tasas de interés para controlar no solo una elevada inflación, sino una economía sobrecalentada.

Durante julio, la caída en las tasas de interés en conjunto con reportes corporativos que en general han logrado superar los estimados, llevaron a un rebote significativo de las castigadas acciones de estilo *growth*. Por su parte, las acciones *value* continúan mostrando un rezago de mediano-largo plazo, con valorizaciones atractivas, logrando traspasar de mejor manera el alza de precios a los consumidores, con mayor exposición a sectores como el financiero y energético. Ante un escenario económico desafiante y una posible recesión se opta por favorecer las acciones de calidad – *quality factor*- las que se caracterizan por sus fundamentos positivos: bajo endeudamiento, alto ROE y crecimiento estable de utilidades, ofreciendo una atractiva relación riesgo/retorno y exposición al segmento “tradicional” del sector tecnológico.

Por su parte, las valorizaciones se encarecen durante julio, aunque el S&P500 aún transa con descuento en P/U *fwd*. respecto al promedio de 5 años, situación que se repite para las acciones *value* y *quality*, destacando que las *small cap* transan a una desviación estándar bajo el promedio. A nivel sectorial, materiales y real estate 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, la temporada de reportes corporativos del 2do trimestre ha sido un soporte para las acciones, un 75% de las empresas ha superado los estimados de utilidades y éstas han crecido en promedio 8.7%, superando el trimestre previo (7.7%). Los positivos resultados han sido impulsados mayoritariamente desde el sector energético, donde un 85% de las empresas superó las estimaciones. Para los siguientes 12 meses se estima un crecimiento de utilidades cercano a 8%, el cual se ha corregido a la baja en el último mes desde 9.3% y no estaría internalizando una recesión.

Respecto a la visita de Nancy Pelosi a Taiwán, ésta revolvió los mercados aumentando las tensiones geopolíticas, pero de momento no ha generado consecuencias disruptivas a nivel global. Se acercan las elecciones intermedias (a mitad de mandato) en noviembre, y se estima que el partido demócrata pierda el control de la Cámara de

Representantes, por lo que la gira a Asia podría ser una de las últimas oportunidades de Pelosi para recuperar el apoyo hacia los demócratas. Este año se renueva un tercio del Senado y la totalidad de la Cámara de Representantes.

El *momentum* económico se mantiene negativo – a pesar de los datos de empleo- y en el contexto actual se privilegia mantener acciones como las de calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*. Sin embargo, éstas últimas se beneficiarían de un ambiente de mayor estabilidad en las tasas de interés por lo que se aumenta su posición. También, dado el significativo descuento en valorizaciones y fundamentos corporativos en general positivos, se decide aumentar la exposición a *Small Caps*.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Sin diferencia con respecto a otras economías desarrolladas, el *momentum* económico se mantiene negativo. Las perspectivas son 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. El FMI recortó el crecimiento esperado para este año desde 2.5% a 1.7% y para el próximo desde 2.3% a 1.7%.

La producción industrial de junio se contrajo 3.1% interanual, mientras se recupera la actividad con la reapertura de 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 ubicó en 2.4% anual en junio sin acelerarse a niveles comparables de otras economías desarrolladas. De esta forma, el Banco de Japón mantendría una política monetaria expansiva por un largo período, más prolongado que sus 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 15% en lo corrido del año. El debilitamiento de la moneda 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 compara negativamente con el resto de los desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos absolutos y relativos a economías avanzadas, 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 accionario 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 reduce el *OW* en China, se mantiene la sobreexposición en LatAm y el *UW* en Asia EM ex China, mientras se neutraliza EMEA

Julio estuvo marcado por un rally del que algunas bolsas emergentes quedaron exentas. China cayó ~10% en USD y la pérdida de *momentum* en conjunto con una falta de catalizadores al alza nos lleva a **moderar el *OW***. Con respecto a **Asia EM ex China**, predominan los países importadores netos de *commodities*, con sesgo exportador de manufacturas y aún algunos continúan con un rezago en ajustes de política monetaria. Así, ante la corrección a la baja de las perspectivas de crecimiento global, decidimos **mantener el *UW***. Por el lado de **Latinoamérica**, su acelerado ciclo de ajustes monetarios, valorizaciones golpeadas y sesgo exportador de *commodities* nos lleva a **mantener el *OW***. Por su parte, los mayores temores de recesión y las valorizaciones transando por sobre sus promedios históricos nos hace **llevar a neutral a EMEA**.

América Latina: Se mantiene el overweight

Latinoamérica volvió a mostrar desempeños positivos durante julio a medida que los últimos días del mes los inversionistas mostraron mayor apetito por riesgo -desempeño que también se vio en las monedas de la región-. Además, el FMI ajustó al alza la expectativa de crecimiento para la región desde 2.5% hasta 3.0% para este año, dado el soporte en el precio de los *commodities* que ha tenido durante el año. Por su parte, todavía existe un rezago relevante de mediano y largo plazo en relación con índices globales, implicando un potencial de apreciación, junto a valorizaciones cercanas a mínimos históricos. Bajo este contexto, se decide **mantener la sobreexposición**.

En el caso de **Brasil**, los PMIs de manufacturas y servicios persisten en terreno de expansión económica por quinto mes consecutivo (54 y 55.8 pts. en julio), mientras que el mercado laboral continúa con buen *momentum* luego de que la tasa de desempleo de junio llegó a 9.3%, el mejor nivel desde 2015, tras sorprender con la creación de 278 mil empleos durante el mes. Por su parte, la inflación de julio fue 10.1% interanual, desacelerándose desde el registro previo (11.9%), por lo que el Banco Central elevó en 50 pbs. la tasa Selic hasta 13.75% y se espera que en la reunión de septiembre termine el ciclo de alzas en la tasa con un incremento final de 25 pbs. hasta 14%. En comercio internacional, las exportaciones aún se encuentran en niveles récord luego de que en julio crecieron 29% interanual, destacándose la exportación de petróleo, hierro y *commodities* agrícolas. En el escenario político se acercan las elecciones presidenciales de octubre y el expresidente Lula Da Silva mantiene el liderazgo de las preferencias en las encuestas con 47% -frente al 29% del presidente Jair Bolsonaro- y entregó una positiva señal de moderación al mercado al nombrar como futuro vicepresidente a Geraldo Alckmin. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen 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**, en julio el IMEF manufacturero regresó a terreno de expansión económica llegando a 52.2 pts. y el PIB del segundo trimestre creció 2.1% interanual, sobre el consenso de mercado, mientras que el FMI corrigió al alza la perspectiva de crecimiento para 2022 desde 2.0% hasta 2.4%. Por su parte, la inflación de julio llegó a 8.2% a doce meses, por lo que se espera que Banxico eleve la tasa de política monetaria en 75 pbs. hasta 8.5% en la reunión de agosto. Además, en el mes se registraron entradas netas de flujos a fondos e ETFs por ~0.4% del total de activos gestionados, liderando así las entradas a la región durante el año (~7.9% del total de activos gestionados). Por otra parte, el país tiene un soporte estructural por la oportunidad con EE.UU. de *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), por la tendencia de desglobalización al querer disminuir riesgo y tiempo de traslado en las cadenas de suministros desde China. Ante esto, la demanda por espacios industriales en Ciudad de México y su Zona Metropolitana ha crecido notablemente, llegando hasta 430 mil metros cuadrados (m²), cifra que representa el 75% de toda la demanda del 2021. Asimismo, se ha fortalecido la relación comercial con EE.UU. luego de que las exportaciones a este país crecieron 20% interanual en el primer semestre del año, registrando un nuevo máximo histórico. En cuanto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años en términos absolutos -esta última por más de 1 desviación estándar-. 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**, nos encontramos a menos de un mes del plebiscito del 4 de septiembre y las encuestas muestran de manera transversal una ventaja de la opción rechazo, pero de todas formas, independiente de la opción que gane, seguirá presente la incertidumbre en torno al proceso constituyente, dado que desde ambas opciones se han inclinado hacia “aprobar/rechazar para reformar”, e incluso se ha mencionado la alternativa de que de ganar el rechazo se lleve a cabo otro proceso constituyente con otra convención constitucional -opción que ha recibido el apoyo por parte del presidente Boric-. Por el lado económico, la actividad económica ya muestra mayores señales de desaceleración luego de crecer 3.7% interanual en junio, siendo la expansión más baja desde principios de 2021. Asimismo, el mercado laboral siguió recuperándose durante el mes, pero a un ritmo significativamente más lento

(sólo se crearon 4,000 empleos en el trimestre abril-junio, bastante inferior al promedio de 63,000 visto en los trimestres previos). Por otra parte, las presiones inflacionarias continúan presentes llegando la inflación de julio a 13.1% interanual, siendo el mayor registro desde marzo de 1994, mientras que las expectativas de inflación persisten al alza para fines de este año -ubicándose actualmente en 12.4%- y las para plazos superiores a 12 meses se mantienen desancladas de la meta del 3% del Banco Central. Ante esto, se espera que la entidad monetaria siga con un tono más agresivo y continúe con el ciclo de alza en la tasa de política monetaria. Por otro lado, el Banco Central realizó una intervención cambiaria para controlar la volatilidad vista en la moneda, luego de que durante julio alcanzó un máximo histórico (~1,050 CLP/USD), la cual fue efectiva permitiendo al dólar bajar del nivel psicológico de 1,000 pesos y que la moneda vuelva a moverse junto a sus fundamentales. En comercio internacional, el precio del cobre se ha mantenido con volatilidad dado los temores de recesión global, cayendo su precio 3.5% durante julio. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos ubicándose más de una desviación estándar bajo su promedio de 5 años. Bajo este contexto, donde el rechazo se mantiene liderando junto con valorizaciones extremadamente descontadas, pero junto a una desaceleración económica, presiones inflacionarias resilientes, precio del cobre volátil y aumento de la incertidumbre dada la cercanía del plebiscito, se decide **mantener neutral la exposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, si bien la actividad económica se mantiene en niveles altos, la actividad económica de junio fue menor a lo esperado (16.5% interanual vs. 18%) y el PMI manufacturero de julio fue 49.5 pts., entrando en terreno de leve contracción económica. Por su parte, la inflación de julio llegó a 10.2% a doce meses, siendo un máximo en 23 años, por lo que se espera que el Banco de la República continúe con el proceso de ajuste monetario, estimándose alzas de 50 pbs. en la reunión de septiembre y octubre, llegando así la tasa de referencia hasta 10% -desde el 9.0% actual-. En comercio internacional, el precio del petróleo -principal exportación del país- presentó caídas en torno a 7% durante junio, pero su producción durante julio fue la mayor desde junio de 2020 (762,000 barriles diarios). En el escenario político, Gustavo Petro asumió el 7 de agosto lo que mantiene la incertidumbre en el mercado con el riesgo país en niveles elevados, dado las reformas que planea realizar, como la tributaria que ya fue enviada al congreso y sorprendió al reducir la meta de recaudación desde 5.5% a 1.7% del PIB. Por su parte, durante julio el peso colombiano se depreció 3.3% y hubo salidas de flujos netas a fondos e ETF'S por ~0.4% del total de activos gestionados. Respecto a valorizaciones, permanecen en niveles atractivos tanto en términos absolutos como relativos a la región. 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 **mantener neutral la exposición en acciones colombianas.**

En el caso de **Perú**, la desaceleración sigue presente con la actividad económica de mayo creciendo 2.3% a doce meses desde un 3.7% del registro previo. Por su parte, la inflación de Lima en julio fue 8.7% interanual, sobre las expectativas y siendo el mayor registro desde julio de 1997, por lo que se espera en la próxima reunión de política monetaria se eleve la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 6.50% y que para fin de año llegue hasta 8.0%. Si bien la minera Las Bambas volvió a operar su producción en niveles normales, representantes del Estado, comunidades campesinas de la provincia de Cotabambas y la minera establecieron un cronograma de diálogos hasta el 20 de agosto, por lo que las tensiones de este conflicto se mantienen. En el plano político persiste un escenario complejo, con el gobierno realizando su quinto cambio de gabinete ministerial luego de la renuncia del primer ministro Aníbal Torres, sumado al nombramiento del séptimo ministro del interior luego de que el presidente Pedro Castillo destituyó a Mariano González, mientras que se mantienen abiertas 5 investigaciones en contra del mandatario, entre las cuales su exasesor, Bruno Pacheco, ha testificado en su contra. 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 mantiene la desaceleración, con la actividad económica de mayo creciendo 7.4% a doce meses, bajo el consenso de mercado (8.3%), mientras que la confianza del consumidor de julio cayó 11% hasta 34.7

pts., siendo su menor nivel en 13 meses. Por su parte, la inflación persiste en niveles elevados, con el registro de junio llegando a 64% interanual (5.3% mensual) y se proyecta que en julio se acelere hasta 7.5% mensual, provocando que las estimaciones para fin de año se ubiquen ~90%. En el escenario político, se mantiene la crisis política con cambios en el Gabinete tras la salida de la ministra de economía Silvina Batakis, luego de 24 días en su cargo, y la creación del Super Ministerio de Economía al combinar el Ministerio de Economía con el de Agricultura y el de Producción. Sergio Massa, ex presidente de la Cámara de Diputados, estará a cargo del nuevo ministerio y anunció medidas con el objetivo de acumular reservas internacionales y disminuir el déficit fiscal. No obstante, se le ha criticado que las medidas no tendrían suficiente sustancia, dificultando que realmente cumplan con el objetivo y las metas que habían acordado con el FMI. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y problemas de gobernabilidad, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se baja el *overweight*

Después de un mes de junio que comenzaba a dar luces respecto de un mejor desempeño de la economía, julio estuvo marcado por acontecimientos que golpearon la actividad. Respecto de los casos de COVID-19, se vio un aumento importante que derivó en la imposición de restricciones de movilidad en ciudades no principales. Si bien el gobierno señaló su compromiso con la política COVID cero, se observó que las medidas durante julio fueron menos estrictas que aquellas tomadas en olas de contagio previas. Además, se desató el boicot inmobiliario en el que deudores habitacionales de más de 100 proyectos se negaron a pagar las cuotas de sus créditos en la medida que no les entregaban los inmuebles. En lo más reciente, China comenzó a realizar ejercicios militares en torno a Taiwán, reaccionando ante la visita de la presidenta de la Cámara de Representantes de EE.UU., Nancy Pelosi.

Los indicadores líderes PMIs mostraron una corrección a la baja en julio, en tanto el del indicador manufacturero publicado por fuentes oficiales pasó a terreno negativo, mientras que los otros se desaceleraron. Además, se conoció el comunicado posterior a la reunión del Politburó de julio, que indicó la flexibilización de su meta de crecimiento de 5.5% para este año y anunció que los próximos estímulos fiscales serían más acotados y focalizados en sectores económicos que más lo necesitan. En tanto, por el lado monetario, se mantiene la política expansiva en términos de tasas, sin anunciarse recortes adicionales en el último mes, pero pudiendo esperarse un nuevo recorte de la tasa de 5 años, que es por la que se rigen los créditos hipotecarios, para impulsar la demanda del sector.

En cuanto al sector corporativo, los escasos reportes del segundo trimestre que se conocen hasta ahora han mostrado sorpresas negativas y utilidades cayendo. Las expectativas de utilidades se han seguido recortando, mientras que las valorizaciones se encuentran más descontadas tras el negativo desempeño de julio. Durante el último mes, hubo entradas netas de flujos a fondos chinos, a diferencia de otros países asiáticos. En definitiva, y reconociendo el riesgo que supone la sobreexposición a China, creemos que va a ser un soporte para la economía global en la segunda mitad del año, llevándonos a **bajar levemente la sobreexposición.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el *UW*

Julio fue un mes positivo para los mercados globales, lo que no se vio del todo reflejado en Asia EM. Mostrando un desempeño acotado o negativo, los principales mercados asiáticos exhibieron salidas de flujos en el último mes, ante mayores temores de desaceleración de la economía china. A su vez, continúa el rezago en el ajuste monetario en algunas de sus economías, con presiones inflacionarias que se han venido exacerbando de manera casi transversal. Si bien el desempeño de los *commodities* ha sido mixto en lo más reciente, existen razones estructurales y la inminente crisis energética, para seguir favoreciendo a los países exportadores de materias primas en el posicionamiento. En este escenario, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China.**

La bolsa de valores **india** mostró un desempeño excepcional en julio (~ 9% en USD), superando el desempeño de los otros países emergentes. Las valorizaciones se han mantenido altas en comparación a su historia y al resto de emergentes, mientras que la inflación se ubicó en junio en torno a 7% interanual, desacelerándose levemente en el margen y muy por sobre su meta de 4%. Sin embargo, las perspectivas para la inflación serían crecientes en la medida que ya estarían incorporadas todas las medidas de control de precios impuestas por el gobierno. Por el lado de la

política monetaria, el Banco Central volvió a aumentar la tasa en 50 pbs. en agosto, siendo el tercer ajuste en lo que va del año. Por el lado del PMI manufacturero, se aceleró en julio ubicándose en 56.4 pts, en la medida que se fortalecieron las tendencias de los índices de producción y nuevas órdenes. Con respecto a los reportes corporativos del segundo trimestre, las utilidades han mostrado un crecimiento acotado. Las proyecciones de utilidades se han seguido corrigiendo a la baja, mientras que tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan sobre sus promedios históricos. 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.**

Por el lado de **Corea del Sur**, se publicó el PIB del segundo trimestre, sorprendiendo al alza y con un crecimiento de 2.9% interanual. Sin embargo, el PMI manufacturero de julio pasó a terreno contractivo, en tanto la producción industrial de junio también mostró señales de desaceleración. Por el lado de la confianza del consumidor, en julio continuó su tendencia a la baja, acentuando la desconfianza en torno a la economía doméstica y con expectativas de inflación a doce meses corrigiéndose al alza. En este contexto, la inflación de julio se siguió acelerando, ubicándose en 6.3% interanual y mostrando el registro más alto en casi 24 años. Así, en su reunión de julio, el Banco Central de Corea decidió subir la tasa en 50 pbs. hasta 2.25%. Si bien las utilidades de las empresas para el segundo trimestre mostraron un crecimiento importante y las sorpresas fueron levemente positivas, ante las deterioradas perspectivas para la industria de los semiconductores las expectativas de utilidades se han seguido corrigiendo a la baja. Las valorizaciones se ubican en torno a 1 desv. estándar bajo su promedio, tras un desempeño positivo de la bolsa de ~ 5% en USD durante julio. Con respecto a los flujos, durante el último mes no hubo ni entradas ni salidas significativas a fondos. Con todo, **se decide mantener el UW en acciones surcoreanas.**

Por el lado de **Taiwán**, a inicios de mes recibió la visita de Nancy Pelosi, despertando amenazas y reacciones de parte del gobierno chino, el cual está llevando a cabo ejercicios militares y prohibiendo algunas importaciones frutícolas, de pesca y arenas naturales provenientes de Taiwán. Por el lado de la actividad, el PMI manufacturero continuó en terreno contractivo en julio, profundizando sus caídas y ubicándose en niveles no observados desde mayo de 2020. Con respecto a la política monetaria, en julio no hubo reunión del Consejo, mientras que la inflación de dicho mes mostró señales de desaceleración. El hecho de que las valorizaciones se encuentren descontadas fue una de las razones para no bajar la posición a *UW*, en la medida que el índice de Taiwán transa con una razón P/U *fwd.* más de 2 desv. estándar bajo su promedio histórico. Con lo anterior, **se decide mantener el neutral en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, la bolsa de **Indonesia** continúa con un *outperformance* en lo que va del año con respecto a los otros países producto de su sesgo exportador de commodities. Su PMI manufacturero de julio continuó en terreno positivo y acelerándose, en tanto la autoridad monetaria sigue retrasando el comienzo del ajuste monetario ante una inflación que se acelera. Por el lado de **Tailandia**, el PMI de manufacturas continuó en julio en terreno positivo y acelerándose, en la medida que fue una de las pocas bolsas emergentes que tuvo un desempeño negativo en dicho mes. Las valorizaciones se encuentran en torno a 1 des. estándar bajo su promedio de los últimos 5 años y menos atractivas que otros países de la región. Con todo lo anterior, se decide **mantener la sobrexposición en Indonesia y neutral en Tailandia.**

EMEA: Se lleva de OW a neutral

Durante julio, la región mostró una rentabilidad positiva pero más acotada que otros países emergentes, probablemente presionado por las caídas del precio del petróleo en torno a 6%. Si bien la crisis energética apoya la mantención del precio de *commodities* en niveles altos, una desaceleración global y el reciente anuncio del aumento en el margen de la producción de petróleo de la OPEP podrían presionar los precios a la baja. Por su parte, las valorizaciones se encuentran transando sobre sus promedios históricos, viéndose menos atractivas que meses anteriores, lo que nos lleva a **disminuir la exposición a EMEA, bajándola a neutral.**

La **economía sudafricana** comenzó a mostrar señales de desaceleración durante julio, con un PMI manufacturero pasando a terreno negativo y ubicándose en 47.6 pts. A pesar de una actividad golpeada y perspectivas no tan positivas, las valorizaciones siguen luciendo atractivas relativo a su historia y pares emergentes. En el margen, han

entrado algo de flujos a fondos, mostrando parte del apetito de parte de los inversionistas globales. Con lo anterior, se decide **mantener la exposición neutral en acciones sudafricanas**.

El panorama para la **economía turca** sigue sombrío, con una inflación prácticamente en 80% interanual y la moneda que continúa siendo golpeada, depreciándose frente al dólar. El PMI de manufacturas de julio continuó en terreno contractivo y sugiriendo caídas más aceleradas que el mes anterior. Aun cuando las correcciones de utilidades son menos significativas que para otros países emergentes y sus valorizaciones (*P/U fwd.*) se ubican casi dos desv. estándar bajo su promedio histórico, el escenario macroeconómico continúa débil y con perspectivas negativas, por lo que **mantenemos la subexposición en acciones turcas**.

Se reduce el UW en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La actividad económica continúa golpeada producto del conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, pero con el PMI Manufacturero de Hungría en terreno positivo y resiliente. Las valorizaciones se encuentran muy descontadas con respecto a su historia, pudiendo esperar una leve reversión en adelante.

Con respecto a la economía **saudí**, ha sido uno de los mercados emergentes con mejor rentabilidad en lo que va del año y avanzando en torno a un 5% en USD. La economía ha continuado resiliente, mostrando un PMI manufacturero de 56.3 pts. en julio, en terreno de amplia expansión económica. Las presiones inflacionarias se mantienen acotadas y la autoridad monetaria se ha unido al ciclo global de ajustes monetarios. Los reportes corporativos del segundo trimestre sorprendieron al alza y con utilidades crecientes, sin embargo, las valorizaciones lucen caras y han salido flujos de los fondos en los últimos meses. Con todo, se decide **mantener la sobreexposición a Arabia Saudita**.

Renta Fija

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

El ajuste en la política monetaria por parte del Fed en busca de frenar la inflación ha provocado un aumento en las tasas de interés de corto plazo, mientras que las de largo plazo caen el margen ante el riesgo que la economía entre en recesión durante la segunda mitad del año. Debido a esto, la curva de rendimientos de bonos del tesoro de 2 a 10 años se mantiene invertida. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación en bonos del tesoro, comenzaron a caer en el último mes reflejando que las expectativas de inflación comienzan a anclarse. Dado lo anterior, a pesar de su condición de activo refugio frente a eventos de cola, se decide mantener neutral en *treasuries* por la elevada volatilidad en la curva de tasas, mientras se disminuye sobreexposición a TIPS en la medida en que nos acercamos al *peak* inflacionario.

US Mortgages: se mantiene el neutral

Las recientes alzas de tasa interés afectan directamente al financiamiento de las viviendas encareciendo los créditos hipotecarios y reduciendo el atractivo de esta subclase de activo, lo cual contrasta con la recuperación de un resiliente mercado laboral y con presiones alcistas a los salarios. En este sentido, se decide mantener la exposición neutral en US Mortgages.

US Investment Grade: se mantiene el overweight

Bajo el escenario adverso mencionado, *Investment Grade* norteamericano continúa siendo una opción atractiva en términos de riesgo/retorno. Dado su *yield* real de 1.7% y su mayor calidad crediticia, que ofrece mayor proyección frente a escenarios adversos, decidiéndose mantener el *OW* en *US IG*.

US High Yield: se mantiene el overweight

A pesar de una posible expansión de los *spreads* en un escenario recesivo, el *High Yield* estadounidense se caracteriza por una menor duración y un *yield* atractivo relativo a las otras subclases de activo (5% real), lo cual se traduce en una de las combinaciones de riesgo/retorno más favorecidas este mes. Se mantiene el *OW* en *US HY*.

Europe Broad: underweight

El escenario macroeconómico en Europa sigue siendo altamente desafiante debido a la exposición a la guerra en Ucrania, las presiones inflacionarias y la desaceleración económica. A pesar del escenario adverso, durante julio *Europe Broad* tuvo retornos positivos impulsados por el anuncio de la implementación de una herramienta anti-fragmentación (TPI) por parte del BCE que redujo los costos de financiamientos en países mediterráneos. Debido a que no se esperan nuevos anuncios de este tipo y un *yield* poco atractivo en comparación a otras subclases de activos, se decide mantener subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: se mantiene el neutral

Similar al caso anterior, a pesar de los buenos retornos el último mes, el mayor *yield* y menor duración frente a *Investment Grade*, dado el contexto macroeconómico desafiante se mantiene neutral la posición en *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

El índice ofrece un *yield* real menor a cero (-0.59%), una larga duración de casi 10 años y un ambiente macroeconómico desfavorable. Dado esto, se mantiene la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: se aumenta el overweight en bonos corporativos

La deuda emergente sigue siendo una alternativa atractiva, debido a que ofrece un mayor *yield* frente al mundo desarrollado, con tasas de *default* relativamente bajas y en línea con sus promedios históricos. En ese sentido, se favorece la deuda corporativa por sobre la soberana tanto en *High Yield* como en *Investment grade*, debido a que a pesar de que la deuda corporativa tiene una *yield* menor que la deuda soberana, tiene una menor duración y buena salud corporativa, especialmente en LatAm. De la misma forma, el dólar se mantiene fuerte lo que dificulta tomar posición por una apreciación significativa de monedas emergentes, reduciendo el atractivo de *local markets*. Dado lo anterior, en el mes se aumenta *OW* tanto en deuda corporativa *High Yield* como en *Investment grade*, por su parte, se mantiene neutral en *local markets* y deuda soberana.

Exposición a monedas – agosto 2022

Monedas	Bench.	Julio	Agosto	OW/UW	Cambio	
USD	41.8%	50.1%	49.7%	OW	7.9%	-0.5%
EUR	17.5%	12.4%	12.1%	UW	-5.4%	-0.3%
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	N		
JPY	6.4%	2.4%	2.6%	UW	-3.8%	0.2%
GEMs	33.0%	33.6%	34.2%	OW	1.3%	0.6%
	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 – Julio 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%	4.6%	2.3%	2.1%	0.0	-15.7
Renta Fija	50%	45%	-5%	2.3%	1.2%	1.0%	5.8	-5.6
Caja	0%	5%	5%	0.1%	0.0%	0.0%	-16.9	
Oro	0%	0%	0%	-3.5%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					3.46%	3.13%	-11.1	-21.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.1%	11.6%	-1.5%	5.3%	0.69%	0.61%	-1.0	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.9%	-0.5%	6.4%	0.09%	0.06%	-0.9	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	3.6%	0.10%	0.10%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	14.3%	0.0%	13.5%	1.92%	1.92%	0.0	
US Large Cap Value	15.7%	17.2%	1.5%	4.9%	0.78%	0.85%	0.5	
US Small Caps	4.1%	4.1%	0.0%	10.6%	0.43%	0.43%	0.0	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	5.7%	0.27%	0.10%	-3.2	
Desarrollados	56.3%	52.8%	-3.5%	7.6%	4.29%	4.09%	-4.6	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	4.2%	0.17%	0.31%	-1.3	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	5.1%	0.04%	0.04%	0.0	
China	11.8%	13.5%	1.7%	-9.5%	-1.12%	-1.28%	-24.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	5.3%	0.87%	0.76%	-1.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	1.8%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	7.2%	0.6%	4.3%	0.29%	0.31%	-0.2	
Emergentes	43.7%	47.2%	3.5%	0.7%	0.32%	0.21%	-26.7	
Equities					4.61%	4.30%	-31.4	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	1.6%	0.18%	0.18%	0.0	
US TIPS	1.4%	4.0%	2.6%	4.4%	0.06%	0.17%	5.3	
US Mortgages	7.9%	7.9%	0.0%	3.2%	0.25%	0.25%	0.0	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	3.2%	0.23%	0.32%	2.7	
US High Yield	1.7%	2.3%	0.6%	5.9%	0.10%	0.14%	2.2	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	4.1%	0.82%	0.54%	-12.3	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	5.1%	0.04%	0.04%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	2.5%	0.20%	0.09%	-1.1	
Deuda Desarrollados	57.7%	52.6%	-5.1%	3.3%	1.88%	1.73%	-3.2	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	0.0%	3.4%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	2.9%	0.18%	0.18%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.0%	2.4%	0.5%	0.02%	0.03%	-4.2	
EM Corporate HY	6.4%	9.1%	2.7%	0.4%	0.03%	0.04%	-5.0	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	0.3%	0.07%	0.07%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	47.4%	5.1%	1.0%	0.43%	0.45%	-9.3	
Fixed Income					2.31%	2.18%	-12.5	

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

En julio la cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 3.1%, 32 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó pérdida de valor por la posición larga en caja, lo que no logró ser compensado por la subponderación de la renta fija, (ii) la selección de instrumentos generó pérdidas principalmente en renta variable, el posicionamiento corto en bonos soberanos europeos fue lo que más perjudicó el desempeño de la cartera.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	3.1%	-3.0%	-12.2%	-12.5%	1.9%	2.5%	4.0%	6.6%	9.6%
Benchmark	3.5%	-2.5%	-14.0%	-14.3%	0.9%	1.6%	3.1%	4.7%	9.1%
Out/Under perf. (bps)	-32	-47	182	177	105	84	84	183	
Acciones	4.3%	-4.6%	-16.9%	-16.4%	3.9%	3.2%	5.5%	4.4%	14.3%
Benchmark	4.6%	-4.1%	-17.2%	-16.3%	3.7%	3.1%	5.3%	3.7%	14.1%
Europe ex UK	5.3%	-6.1%	-21.6%	-20.6%	1.8%	0.5%	4.4%	2.9%	24.1%
Europe Small Cap ex UK	6.4%	-9.9%	-25.8%	-26.4%	4.1%	1.2%	8.2%	9.4%	34.6%
UK	3.6%	-4.2%	-7.5%	-5.3%	-0.8%	-1.6%	0.0%	0.2%	17.4%
US Large Cap Growth	13.5%	0.8%	-20.6%	-14.4%	16.5%	16.1%	15.2%	--	28.5%
US Large Cap Value	4.9%	-1.6%	-8.1%	-1.6%	5.9%	5.5%	7.8%	5.1%	11.8%
US Small Caps	10.6%	0.4%	-13.8%	-11.8%	7.9%	7.5%	10.4%	10.9%	15.6%
Japan	5.7%	-1.3%	-16.7%	-16.0%	0.8%	0.5%	4.4%	1.6%	21.8%
Desarrollados	7.9%	-1.3%	-14.2%	-9.2%	9.6%	8.8%	10.2%	8.3%	22.4%
LatAm	4.2%	-8.1%	-0.1%	-15.2%	-9.2%	-5.0%	-5.0%	5.3%	20.8%
LatAm Small Cap	5.1%	-13.3%	-7.6%	-24.1%	-10.5%	-5.1%	-6.2%	7.7%	31.9%
China	-9.5%	-2.4%	-19.7%	-28.3%	-3.6%	-1.6%	4.3%	10.8%	54.1%
EM Asia ex China	5.3%	-7.8%	-17.3%	-14.0%	9.2%	5.1%	6.3%	--	36.1%
EM Asia Small Cap	1.8%	-10.5%	-21.6%	-19.8%	8.0%	2.3%	4.2%	9.2%	33.2%
EM Europe and Middle East	4.3%	-11.8%	-32.7%	-30.8%	-9.9%	-5.1%	-5.5%	1.7%	11.8%
Emergentes	-0.2%	-6.5%	-17.8%	-20.1%	0.9%	1.0%	2.8%	10.6%	37.3%
Renta fija	2.2%	-1.1%	-10.9%	-12.3%	-2.0%	0.1%	1.1%	5.8%	5.5%
Benchmark	2.3%	-1.0%	-10.8%	-12.5%	-2.4%	-0.3%	0.7%	4.9%	5.4%
US Govt Agencies	1.6%	0.9%	-7.7%	-8.7%	-0.3%	1.0%	1.1%	4.7%	2.3%
US TIPS	4.4%	0.0%	-5.0%	-3.6%	4.4%	4.0%	2.0%	6.5%	3.0%
US Mortgages	3.2%	2.7%	-5.8%	-6.7%	-0.5%	0.9%	1.4%	4.9%	2.5%
US Corps	3.2%	1.3%	-11.6%	-12.6%	-0.1%	1.8%	2.7%	6.5%	6.4%
US High Yield	5.9%	-1.0%	-9.1%	-8.0%	1.9%	3.1%	4.9%	9.2%	7.5%
Europe Broad	4.1%	0.2%	-8.5%	-10.4%	-2.9%	-0.1%	2.1%	4.9%	0.7%
Europe High Yield	5.1%	-3.4%	-9.9%	-9.8%	-0.4%	1.0%	4.7%	8.5%	6.2%
Japan Broad	2.5%	-3.1%	-15.5%	-19.9%	-7.8%	-3.7%	-4.3%	0.9%	4.0%
Deuda Desarrollados [1]	3.3%	0.6%	-8.8%	-10.0%	-1.0%				
EM Sovereign IG	3.4%	0.9%	-15.5%	-15.4%	-2.0%	0.9%	2.0%	8.1%	9.4%
EM Sovereign HY	2.9%	-6.9%	-17.3%	-19.6%	-6.6%	-2.8%	1.6%	9.3%	9.4%
EM Corporate IG	0.5%	-1.1%	-12.8%	-13.0%	-1.3%	1.2%	2.5%	--	6.7%
EM Corporate HY	0.4%	-5.9%	-17.1%	-19.6%	-3.4%	0.1%	3.6%	--	9.9%
EM Local Markets	0.3%	-1.7%	-8.9%	-11.0%	-2.8%	-0.8%	-0.6%	--	15.2%
Deuda Emergentes [1]	1.0%	-2.9%	-13.0%	-14.8%	-3.2%				
Caja	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.1%	0.6%	1.7%	0.8%
Oro	-3.5%	-8.3%	-2.9%	-4.0%	7.1%	6.7%	0.8%	12.6%	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	15.3x	14.9x	2.0%	2.8x	2.2x	13%	7%	17%	1.2
US	17.3x	16.0x	2.0%	4.1x	2.9x	19%	8%	29%	0.9
Europe	11.8x	13.0x	4.0%	1.8x	1.7x	10%	4%	12%	1.2
Japan	12.9x	14.7x	3.0%	1.3x	1.3x	-8%	5%	9%	-1.6
EM	10.8x	11.5x	4.0%	1.6x	1.8x	-6%	8%	12%	-1.8
EM Asia	11.4x	12.2x	3.0%	1.6x	1.8x	-2%	10%	12%	-5.7
CEEMEA	10.7x	9.3x	4.0%	1.9x	1.5x	-36%	7%	25%	-0.3
LatAm	6.9x	12.0x	10.0%	1.5x	1.9x	12%	-2%	21%	0.6
China	10.9x	11.7x	3.0%	1.4x	2.0x	0%	16%	11%	-
S.Korea	8.1x	9.8x	3.0%	1.0x	1.2x	-6%	5%	13%	-1.4
Taiwan	11.1x	14.4x	4.0%	2.1x	1.9x	2%	-3%	21%	5.6
India	19.8x	17.0x	2.0%	3.4x	3.2x	9%	15%	15%	2.2
Indonesia	14.2x	14.1x	4.0%	2.5x	3.3x	11%	7%	17%	1.3
Malaysia	13.5x	14.9x	5.0%	1.5x	1.9x	3%	12%	11%	4.5
Thailand	16.5x	13.3x	3.0%	2.0x	2.1x	-5%	12%	10%	-3.3
Philippines	14.5x	16.3x	2.0%	1.7x	2.5x	15%	21%	9%	1.0
S.Africa	8.1x	12.3x	5.0%	1.8x	2.4x	9%	10%	19%	0.9
Turkey	3.9x	8.2x	8.0%	1.1x	1.5x	48%	-9%	23%	0.1
Poland	6.9x	11.6x	5.0%	0.9x	1.4x	-7%	-13%	14%	-1.0
Czech R.	10.6x	12.4x	7.0%	2.1x	1.7x	98%	12%	21%	0.1
Saudi	16.6x	14.4x	3.0%	2.7x	2.1x	18%	10%	33%	0.9
UAE	13.6x	11.5x	4.0%	1.9x	1.4x	-11%	10%	14%	-1.2
Brazil	5.8x	10.8x	10.0%	1.5x	1.8x	7%	-9%	26%	0.8
Mexico	11.5x	15.0x	5.0%	1.8x	2.6x	14%	9%	18%	0.8
Chile	8.8x	15.3x	8.0%	1.6x	1.9x	48%	-5%	16%	0.2
Colombia	5.7x	13.2x	88.0%	1.2x	1.6x	35%	150%	29%	0.2
Peru	8.7x	12.6x	5.0%	1.5x	2.9x	43%	-5%	21%	0.2

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 27 de julio 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.