

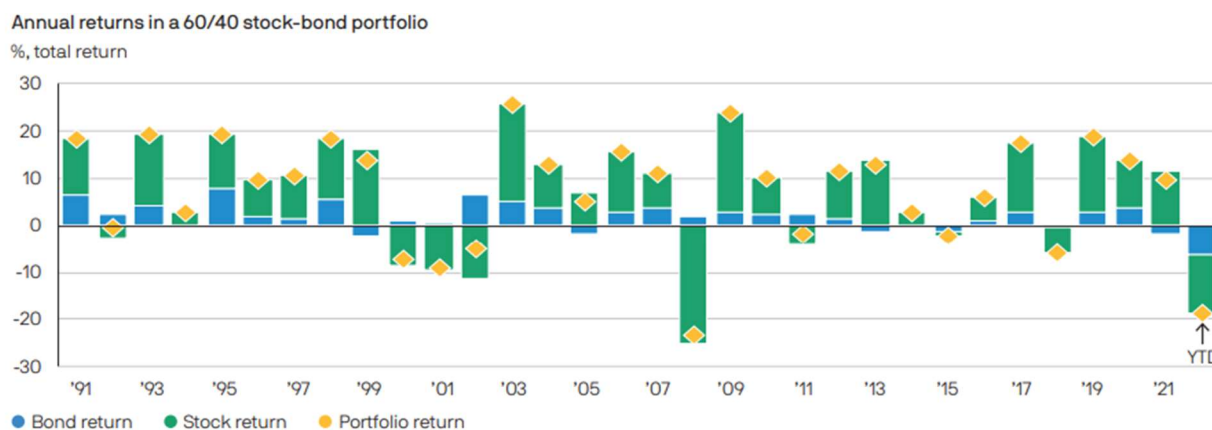
El primer semestre en perspectiva...

La preocupación por la desaceleración de la economía, las perspectivas de endurecimiento monetario de los bancos centrales, los confinamientos de China y el conflicto Rusia- Ucrania afectaron gran parte de la primera mitad de 2022.

El S&P 500 registró su peor primer semestre desde 1962 e ingresó en un *"bear market"* (caída superior al 20% desde su último máximo) por primera vez desde marzo de 2020. Lo que representa casi una pérdida de USD 9 billones de capitalización de mercado en lo que va del año. Las valuaciones se redujeron desde 21x hasta 16x en seis meses. Cabe mencionar que en 10 de los últimos 12 *"bear markets"* el S&P 500 ha rentado cerca de 23% en los 12 meses siguientes al día en que se llegó a la caída de 20%. Asimismo, la media de analistas consultados por Bloomberg estima un S&P 500 a fin de año en 4650 pts, un alza de casi 20% desde los valores actuales.

Asimismo, la capitulación de la renta fija se hace cada vez más evidente. Durante el año se han observado persistentes salidas, totalizan aprox. USD 210 mil millones. Asimismo, los bonos durante la primera mitad del año evidenciaron su peor registro desde 1970 con una caída superior al 14%. Inclusive se observó una caída superior de los bonos corporativos grado inversor respecto de los bonos de alto rendimiento. El rendimiento del UST a 10 años se duplicó en seis meses hasta 3%, e incluso se ubicó en 3,5%, convalidando el escenario de endurecimiento con subas de 75 bps en la tasa de política monetaria.

De esta manera un portafolio compuesto por 60% renta variable y 40% renta fija se aproximó a su peor retorno desde la crisis financiera de 2008. Inclusive un portafolio compuesto por 80% de renta fija registró una caída superior al 15%. Desde 1926 solamente el 1% de las veces el retorno doce meses móviles de la renta variable y renta fija fue negativo simultáneamente.



Source: Bloomberg Barclays, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Stock returns are calculated using MSCI All-Country World Index and bond returns using Bloomberg Barclays Global Aggregate. All returns shown are in USD. Data as of 14 June 2022.

Main indices & asset allocation returns (%)

| INDICES | Performance | | Annualized | | Calendar Year | | | | |
|---------------------------------|-------------|--------|------------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | YTD | 1 Yr | 3 Yr | 5 Yr | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
| *** EQUITIES *** | | | | | | | | | |
| MSCI World | -19.42 | -14.48 | 7.34 | 8.28 | 22.38 | 16.53 | 28.44 | -8.19 | 23.10 |
| S&P Index | -18.47 | -10.51 | 10.51 | 11.66 | 28.68 | 18.39 | 31.47 | -4.39 | 21.82 |
| *** FIXED INCOME *** | | | | | | | | | |
| Global Agg | -14.57 | -16.29 | -3.25 | -0.58 | -4.71 | 9.20 | 6.84 | -1.20 | 7.39 |
| *** ASSET ALLOCATION*** | | | | | | | | | |
| 10% MSCI World & 90% Global Agg | -15.05 | -16.11 | -2.19 | 0.31 | -2.00 | 9.93 | 9.00 | -1.90 | 8.97 |
| 20% MSCI World & 80% Global Agg | -15.54 | -15.93 | -1.13 | 1.20 | 0.71 | 10.66 | 11.16 | -2.60 | 10.54 |
| 30% MSCI World & 70% Global Agg | -16.02 | -15.74 | -0.07 | 2.08 | 3.42 | 11.40 | 13.32 | -3.30 | 12.11 |
| 40% MSCI World & 60% Global Agg | -16.51 | -15.56 | 0.99 | 2.97 | 6.13 | 12.13 | 15.48 | -4.00 | 13.68 |
| 50% MSCI World & 50% Global Agg | -17.00 | -15.38 | 2.04 | 3.85 | 8.84 | 12.86 | 17.64 | -4.69 | 15.25 |
| 60% MSCI World & 40% Global Agg | -17.48 | -15.20 | 3.10 | 4.74 | 11.54 | 13.60 | 19.80 | -5.39 | 16.82 |
| 70% MSCI World & 30% Global Agg | -17.97 | -15.02 | 4.16 | 5.63 | 14.25 | 14.33 | 21.96 | -6.09 | 18.39 |
| 80% MSCI World & 20% Global Agg | -18.45 | -14.84 | 5.22 | 6.51 | 16.96 | 15.07 | 24.12 | -6.79 | 19.96 |
| 90% MSCI World & 10% Global Agg | -18.94 | -14.66 | 6.28 | 7.40 | 19.67 | 15.80 | 26.28 | -7.49 | 21.53 |

Source: Bloomberg. Data as of 11.07.22

Mayor compromiso en el “combate” inflacionario... ¿posible recesión?

En su última reunión la Reserva Federal aumentó 75 bps su tasa de referencia, la mayor suba desde 1994, ubicándose en el rango 1.50%-1.75%. La mayor suba desde 1994 se explica por la mayor persistencia (a la inicialmente esperada) de la inflación (que se ubica en un máximo de 40 años, 8,6% y/y a mayo). El objetivo estimado por la autoridad monetaria para fin de año de la tasa de referencia es de 3.25%-3.50%. En consecuencia, no se descarta un nuevo incremento de 75 bps en su próxima reunión de julio. Por otra parte, revisó fuertemente a la baja las proyecciones de crecimiento (para 2022 y 2023 bajan de 2.8% y 2.2% a 1.7%), al mismo tiempo que ajustaron al alza las proyecciones de desempleo (3.6% vs 4.1% en 2024) e inflación (5.2% vs 4.3% en 2022). Por otro lado, la Fed espera que en 2023 y 2024 la inflación baje a 2.6% y 2.2% respectivamente.

El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, insistió con que el principal objetivo es reducir la inflación a niveles cercanos al 2% aun a costa de que el mercado laboral se deteriore durante dicho proceso, señalando que el compromiso con la estabilidad de precios es incondicional. Asimismo, admitió que la batalla contra la inflación podía derivar en un ajuste monetario que podría causar una recesión, por más que no sea su escenario base en el corto plazo. “Lograr el *“soft landing”* será una tarea desafiante”, dijo. El *“soft landing”* es un escenario donde la inflación disminuye próximo al objetivo de la Reserva Federal del 2% junto con una desaceleración de la economía que no precipite en una recesión. Sin embargo, la evidencia empírica dicta que, desde la segunda guerra mundial, nunca hubo un momento en el que la inflación estuviera por encima del 4% y el desempleo por debajo del 4%, donde la economía de Estados Unidos no haya culminado en recesión al cabo de los 2 años. Cabe mencionar que el mercado le asigna cada vez una probabilidad mayor (entre 30%-40%) a un escenario de recesión hacia fines de año. El 44% de los economistas consultados en junio por The Wall Street Journal esperan una recesión en el próximo año. Indicadores adelantados de actividad han comenzado a reflejar un menor *momentum* económico. Un índice elaborado por la Reserva Federal de Atlanta que estima de manera semanal (de acuerdo con la divulgación de datos) el crecimiento interanual para 2Q de la economía registró un retroceso desde 2,5% en mayo hasta 0,3% a fines de junio. Las ventas minoristas registraron en mayo una caída mensual por primera vez en cinco meses. El hecho de que la tasa de interés hipotecaria a 30 años se duplicará en seis meses hasta 5,8% (y se ubique en un máximo desde 2008) ha comenzado a impactar en el mercado inmobiliario. Las ventas de casas usadas se ubican en un menor nivel en dos años y la venta

de casas nuevas cae 6% y/y en mayo. Ante este escenario, el mercado ha comenzado a descontar un recorte de la tasa de referencia para la segunda mitad del próximo año.

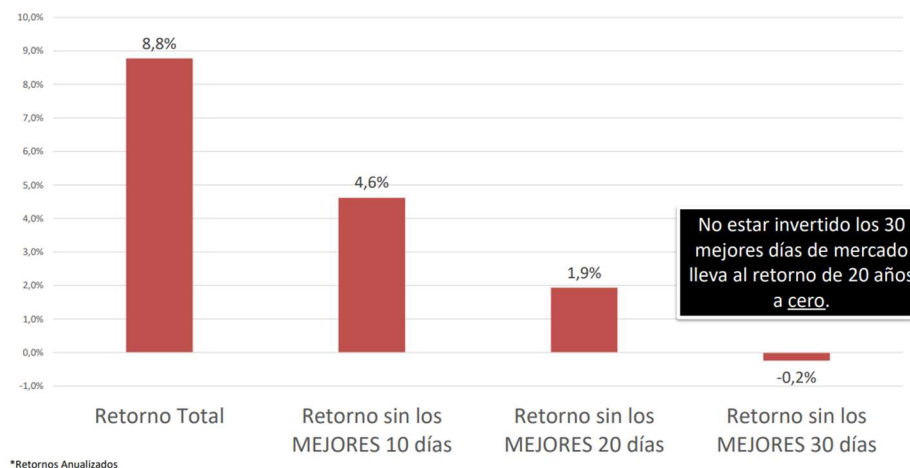
¿Qué esperar para el segundo semestre?

La volatilidad probablemente continúe hasta que haya más claridad sobre el posible alcance de los aumentos de la tasa de referencia de la Reserva Federal, las probabilidades de que el endurecimiento monetario desencadene una recesión en Estados Unidos y riesgos tales como el conflicto en Ucrania y los confinamientos en China producto de su política cero COVID. El ánimo del mercado cambia rápidamente al conocerse información nueva.

La volatilidad reciente indica que tratar de anticiparse al mercado en períodos de incertidumbre económica puede ser costoso y arriesgado. La probabilidad de acertar cuáles serán momentos de piso y rebote de mercado es extremadamente baja. Es prácticamente imposible saber qué días serán los peores, y al tratar de evitar estos días, los inversores también pueden perderse la recuperación. En 20 años, no estar invertido los 10 mejores días de mercado disminuye el retorno total a casi la mitad (8,8% anualizado vs 4,6% anualizado). Perderse los 30 mejores días lleva reduce el retorno a cero. Dicho esto, consideramos que los inversores deben mantener la calma y las posiciones invertidas durante periodos de volatilidad.

ANÁLISIS DE PERFORMANCE S&P 500 PERÍODO JUNIO 2002 – JUNIO 2022 (5.037 DÍAS DE MERCADO)

Si excluimos del análisis a los mejores 20 y 30 días los efectos son aún mas profundos.



Fuente: Compass Group

Pese a que los mercados de renta variable exhiben valuaciones atractivas respecto de sus promedios históricos, existe el riesgo latente de una corrección a la baja de las expectativas de ganancias futuras. La caída en lo que va del año de los índices de acciones se explica por un desplome de los precios, no por ganancias (pese al deterioro en las expectativas de crecimiento). Esta incongruencia se explica por una corrección al alza de las expectativas de ganancias del sector energía (por aumento del precio del petróleo) y materiales (por aumento del precio de materias primas). Morgan Stanley, Goldman Sachs y JPMorgan destacan que se debería observar una caída de las estimaciones de ganancias a doce meses de entre 5% - 10%. Cabe mencionar que en episodios de recesión las ganancias han caído en promedio 15% desde su máximo.

Recomendaciones de analistas

UBS: el posicionamiento de los portafolios debe responder a un contexto de inflación por encima de la meta (una recesión no es su escenario base), política monetaria restrictiva y elevada volatilidad. Por lo tanto, los analistas de UBS poseen preferencia por materias primas (como cobertura a inflación y riesgos geopolíticos), value (energía y Reino Unido), sectores defensivos (salud) y alternativos (dada la correlación positiva que se ha observado entre el mercado de renta fija y variable).

Morgan Stanley: No pronostican una recesión durante los próximos meses, pero sugieren un posicionamiento defensivo (OW salud, utilities, real estate) y bonos grado inversor en contraposición a bonos de alto rendimiento. Su escenario base es de “estanflación” (crecimiento por debajo de tendencia e inflación superior al objetivo).

Bank of America: Proyectan que las correcciones del mercado de renta variable continuarán, pese a que su escenario base no es una recesión en los próximos meses. Recomiendan posiciones en efectivo, materias primas y value vs growth. Según la encuesta mensual de administradores de fondos de BofA, que se realizó antes de que se publicará el dato de inflación de mayo, los inversionistas tomaban posiciones largas en USD, efectivo, productos básicos, salud, recursos naturales y acciones de alta calidad y valor, mientras que tomaban posiciones cortas en bonos, acciones europeas y de mercados emergentes, y acciones tecnológicas y de consumo. Clientes de banca privada de BofA (AUM USD 2.8 tn) tienen 61.2% en acciones (menor nivel desde noviembre 2020), 18.9% en bonos (mayor nivel desde febrero 2021) y 12.6% en cash (mayor nivel desde octubre 2020).

JPMorgan Private Bank: favorece los bonos de duración corta a media (hasta 3 años), corporativos, de economías desarrolladas, grado inversor (rendimientos atractivos con bajo riesgo de duración), UST de entre 5 y 7 años (a modo de diversificación y protección ante una desaceleración económica), acciones de calidad (sólidas hojas de balance y poder de fijación de precios) y crecientes dividendos, sector salud e industrial, infraestructura y materias primas.

Tabla periódica comportamiento activos (%)

Fuente: Bloomberg

Balanced Allocation: 60% MSCI World, 40% Barclays Global Agg

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | YTD |
|--|--|--|--|--|--|---|---|--|--|--|--|---|
| | Gold 10.1 | Real Estate 28.65 | USA Equity 32.37 | Real Estate 15.89 | Japan Equity 9.93 | Latam Equity 31.04 | Emerging Markets Equity 37.28 | UST 0.86 | USA Equity 31.47 | Gold 25.12 | USA Equity 28.68 | Commodities 17.36 |
| | UST 9.81 | Europe Equity 22.06 | Japan Equity 30.55 | USA Equity 13.67 | USA Equity 1.37 | High Yield Corp 17.13 | Japan Equity 25.71 | Gold -1.56 | Europe Equity 26.84 | Japan Equity 24.74 | Real Estate 27.21 | Latam Equity -3.49 |
| | IG Corp 8.15 | Emerging Markets Equity 18.22 | Europe Equity 28.24 | IG Corp 7.46 | EM USD Corp + Sov 1.29 | USA Equity 11.95 | Europe Equity 25.44 | High Yield Corp -2.08 | Real Estate 23.06 | USA Equity 18.39 | Commodities 27.05 | Gold -5.21 |
| | EM USD Corp + Sov 6.97 | EM USD Corp + Sov 17.95 | Balanced Allocation 14.97 | UST 5.05 | UST 0.84 | Commodities 11.4 | Latam Equity 23.74 | EM USD Corp + Sov -2.46 | Japan Equity 22.41 | Emerging Markets Equity 18.31 | Europe Equity 15.58 | Alternatives -5.36 |
| | High Yield Corp 4.98 | USA Equity 15.99 | High Yield Corp 7.44 | EM USD Corp + Sov 4.76 | Real Estate 0.05 | Emerging Markets Equity 11.19 | USA Equity 21.82 | IG Corp -2.51 | Balanced Allocation 19.34 | Balanced Allocation 13.22 | Balanced Allocation 11.21 | UST -9.14 |
| | USA Equity 2.11 | High Yield Corp 15.81 | Alternatives 6.72 | Balanced Allocation 3.2 | IG Corp -0.68 | EM USD Corp + Sov 9.88 | Balanced Allocation 16.4 | USA Equity -4.39 | Emerging Markets Equity 18.42 | IG Corp 9.89 | High Yield Corp 5.28 | High Yield Corp -12.77 |
| | Balanced Allocation -1.07 | Japan Equity 12.37 | Real Estate 4.39 | High Yield Corp 2.45 | Balanced Allocation -1.78 | Gold 8.14 | Gold 13.53 | Real Estate -4.74 | Gold 18.31 | UST 8 | Alternatives 3.65 | IG Corp -13.84 |
| | Real Estate -5.82 | Balanced Allocation 11.22 | IG Corp -1.53 | Alternatives -0.58 | Europe Equity -3.6 | IG Corp 6.11 | Real Estate 11.42 | Balanced Allocation -5.71 | Latam Equity 17.46 | High Yield Corp 7.11 | IG Corp -1.04 | EM USD Corp + Sov -17.45 |
| | Alternatives -8.87 | IG Corp 9.82 | Emerging Markets Equity -2.6 | Gold -1.44 | Alternatives -3.64 | Japan Equity 5.87 | EM USD Corp + Sov 8.17 | Latam Equity -6.57 | IG Corp 14.54 | Alternatives 6.81 | EM USD Corp + Sov -1.65 | Balanced Allocation -17.63 |
| | Japan Equity -10.37 | Latam Equity 8.66 | UST -2.75 | Emerging Markets Equity -2.19 | High Yield Corp -4.47 | Balanced Allocation 5.34 | High Yield Corp 7.5 | Alternatives -6.72 | High Yield Corp 14.32 | EM USD Corp + Sov 6.52 | UST -2.32 | USA Equity -18.47 |
| | Commodities -13.37 | Gold 7.06 | EM USD Corp + Sov -4.12 | Japan Equity -4.16 | Gold -10.41 | Real Estate 4.99 | IG Corp 6.42 | Japan Equity -8.54 | EM USD Corp + Sov 13.11 | Europe Equity 6.05 | Emerging Markets Equity -2.54 | Emerging Markets Equity -19.01 |
| | Europe Equity -15.76 | Alternatives 3.51 | Commodities -9.58 | Europe Equity -7.86 | Emerging Markets Equity -14.92 | Alternatives 2.5 | Alternatives 5.99 | Commodities -12.99 | Alternatives 8.62 | Commodities -3.5 | Gold -3.64 | Real Estate -20.28 |
| | Emerging Markets Equity -18.42 | UST 1.99 | Latam Equity -13.36 | Latam Equity -12.3 | Commodities -24.7 | Europe Equity 1.76 | UST 2.31 | Emerging Markets Equity -14.57 | UST 6.86 | Real Estate -8.18 | Japan Equity -4.39 | Japan Equity -21.08 |
| | Latam Equity -19.35 | Commodities -1.14 | Gold -28.28 | Commodities -17.04 | Latam Equity -31.04 | UST 1.04 | Commodities 0.75 | Europe Equity -15.45 | Commodities 5.44 | Latam Equity -13.8 | Latam Equity -8.1 | Europe Equity -26.57 |

Disclaimers

La información disponible en esta presentación es solo a modo informativo.

En ningún caso debe considerarse esta información como asesoramiento de inversión, sugerencias de ventas, compra, inversiones u operaciones de naturaleza alguna.

El uso de la información, análisis e ideas brindadas son de exclusiva responsabilidad de quienes decidan utilizarla.

Las valuaciones de los productos pueden subir o bajar como consecuencia de las evoluciones de los mercados.

Se ha obtenido la información y los materiales incluidos en esta presentación de fuentes consideradas como fiables, pero, si bien se han tomado medidas razonables para asegurarse de que la información contenida sea correcta, no se garantiza que sea exacta, completa, o actualizada y, consecuentemente, no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Está prohibida su distribución. Para uso profesional solamente.