

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Junio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.5%	1.4%	6.3%	7.2%	3.6%	2.9%	3.9%	4.9%	10.1%
Benchmark	2.8%	1.8%	6.5%	7.1%	1.7%	2.0%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-29	-37	-28	9	189	84	83	135	
Acciones	5.0%	3.6%	9.9%	11.0%	7.0%	3.8%	5.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	5.0%	3.8%	10.1%	11.6%	6.7%	3.7%	4.9%	3.0%	14.7%
Renta Fija	0.5%	-0.3%	3.1%	2.9%	-2.8%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.6%	-0.3%	3.1%	2.6%	-3.4%	0.0%	0.9%	3.5%	6.2%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-2.7%	-3.4%	5.4%	5.2%	2.6%	8.9%	4.8%	9.4%	4.5%

Resultados al 30 de junio de 2023

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

Ser o no ser, esa es la cuestión 1

Asignación de activos 3

Resultados TAACo Global junio 2023 16

Desempeño histórico 17

Ser o no ser, esa es la cuestión¹

Comienza el segundo semestre del año. El escenario global es de una desaceleración económica de fin de ciclo gatillada principalmente por medidas monetarias restrictivas de parte de los bancos centrales -subiendo las tasas de interés y retirando el exceso de liquidez- para hacer frente a una inflación que no se veía hace cuatro décadas; inflación que está resultando más resistente y complicada de hacer frente. Esto lleva a la necesidad de algunas de las más grandes economías del mundo, encabezadas por Estados Unidos, a mantener altas o incluso subir más las tasas de interés. Si bien los balances corporativos y de los hogares se encontraron financieramente sólidos al inicio de este ajuste, la prevalencia de una alta inflación y consecuentes altas tasas de interés aumentan los riesgos de un mayor deterioro de las finanzas gubernamentales, corporativas y personales.

Todo esto se da en un entorno post pandemia y de una acelerada revolución digital y mega tendencias que dieron lugar a la IV Revolución industrial que estamos viviendo, lo que no quiere decir otra cosa, sino que está cambiando la manera en que funciona el mundo. De ahí que estamos viendo hace tres años dislocaciones o inusuales correlaciones en los mercados financieros y cada vez luce más complejo el camino hacia una “normalización”, que por lo demás no significaría el regreso a las dinámicas que conocemos, sino más bien a nuevas normales en múltiples ámbitos

Este contexto de menor crecimiento y alta inflación que requeriría tasas de interés altas por más tiempo no luce especialmente auspicioso, ni para las acciones ni para los bonos. Tasas de interés que podrían subir más restarían valor a la renta fija e implicarían menores valorizaciones también para la renta variable. Una particular situación en que las dos grandes clases de activos -acciones y bonos- carecen de atractivo.

Economía global se desacelera principalmente por altas tasas de interés para frenar histórica inflación

Entorno post pandemia y acelerada revolución digital lleva a dislocaciones en los mercados

Contexto actual no luce auspicioso ni para acciones ni para bonos

¹ Primera frase de la obra Hamlet de William Shakespeare, que simboliza dudas ante una disyuntiva.

Sin embargo, si se profundiza en el análisis, a pesar de que se favorece una postura de cautela, hay aspectos por considerar que dejan ver ciertas oportunidades. Las alzas que se registran en lo corrido del año muestran evidentes divergencias entre regiones, tamaños de capitalización y sectores. Es también el caso para las valorizaciones.

Otro factor por considerar es que, a pesar de la desaceleración, el *momentum* económico es positivo para Estados Unidos, la economía muestra resiliencia (de ahí parte de lo porfiado de la inflación) y aún hay ciertos nichos de acciones con fundamentos robustos y que no han sido parte del rally o fuertes alzas que se han visto este 2023. Un escenario de recesión en el mediano plazo luce poco probable y en la medida que la inflación no vuelva a dispararse, a pesar de lo resistente que se ha venido mostrando, existiría valor en determinadas subclases de renta variable.

De ahí que para este mes aumentemos nuestro posicionamiento en renta variable de *underweight* a neutral, a costa de la renta fija que se podría ver afectada por alzas en las tasas de interés (pasa de neutral a *underweight*), y mantenemos una posición en caja.

Postura de cautela, pero se ven ciertas oportunidades

Positivo *momentum* económico de EE.UU. disminuye probabilidad de recesión

Se neutraliza RV a costa de RF, y se mantiene posición en caja

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | JULIO 2023

TAACo Global	Bench.	Junio	Julio	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Renta Fija	50%	50%	45%	UW	-5%	-
Caja		5%	5%	OW	5.0%	
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	13.5%	13.5%	12.0%	UW	-1.5%	-
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.5%		UW	-1.3%	-
UK	2.9%	2.9%	1.9%	UW	-1.0%	-
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	15.8%	N		
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	14.0%	N		
US Small Caps	3.6%	2.0%	3.6%	N		1.6% +
Japan	4.9%	4.9%	6.5%	OW	1.6%	1.6% +
Mercados desarrollados	56.0%	53.6%	53.8%	UW	-2.2%	0.2% +
LatAm	4.1%	5.1%	6.1%	OW	2.0%	1.0% +
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	1.7%	OW	1.0%	1.0% +
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	17.0%	15.6%	N		-1.4% -
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.9%	6.1%	UW	-0.8%	-0.8% -
Mercados emergentes	44.0%	46.4%	46.2%	OW	2.2%	-0.2% -
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 5Y	6.0%	6.5%	6.0%	N		-0.5% -
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	10.5%	UW	-1.0%	-1.0% -
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	6.6%	N		
US Tips	2.8%	1.5%	1.5%	UW	-1.3%	
Global Corporate IG	26.5%	29.0%	26.5%	N		-2.5% -
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	3.6%	UW	-0.7%	
Deuda desarrollados	57.7%	58.7%	54.7%	UW	-3.0%	-4.0% -
EM Sovereign IG	5.0%	3.5%	5.0%	N		1.5% +
EM Sovereign HY	5.5%	3.0%	4.0%	UW	-1.5%	1.0% +
EM Corporate IG	3.6%	6.2%	5.3%	OW	1.7%	-0.9% -
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	6.5%	OW	1.5%	1.5% +
EM Local Markets	23.2%	23.6%	24.5%	OW	1.3%	0.9% +
Deuda emergente	42.3%	41.3%	45.3%	OW	3.0%	4.0% +
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Se mantiene postura de cautela. Con un OW en acciones, UW en bonos y OW en caja

Acciones: se lleva a UW acciones europeas para financiar OW en Japón

Neutral acciones de EEUU *Small Cap, Large Cap Value y Growth*

OW acciones emergentes vía LatAm, donde se aumenta el OW

Neutral China y Asia EM

UW EMEA

Bonos:

OW EM vs DM

UW Treasuries 10Y, neutral 5Y y 30Y

UW Tips y Global HY

Neutral Global IG

OW Corporativos Emergentes IG y HY, y *Local Markets*,

En julio se reduce la exposición a bonos a 45%, se pasan las acciones a neutral con un 50% y se mantiene 5% en caja. Un ambiente de tasas de interés altas por más tiempo no es atractivo para bonos ni acciones.

Se continúa favoreciendo acciones fuera de Estados Unidos, en particular de mercados emergentes donde es inminente el inicio de los recortes de tasas de interés como Latinoamérica. Se favorece Japón por mejora en *momentum* económico y corporativo, en desmedro de Europa, donde las perspectivas se deterioran. En bonos, también se favorecen mercados emergentes e instrumentos de menor duración ante la pronunciada inversión de la curva y como protección ante nuevas alzas de tasas.

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: *Large y Small Cap se llevan a underweight*

Se deteriora el *momentum* económico y con las decepciones en los datos las acciones pierden el impulso. Durante junio si bien hubo un rebote, las acciones europeas ex UK subieron en torno a 5% (en USD) quedando rezagadas respecto a las estadounidenses.

El índice de sorpresa económica se hunde en terreno negativo, llegando a niveles no vistos desde el inicio de la pandemia, los indicadores de confianza retroceden y el consumo se encuentra deprimido (las ventas minoristas se han contraído los últimos 8 meses). En Francia la ola de protestas que ha sacudido al país lleva a un deterioro en las expectativas y en Alemania los datos también decepcionan; como consecuencia del menor dinamismo del comercio internacional, los órdenes de fábricas se contrajeron en mayo 4% interanual, completando 15 meses de caídas consecutivas. El sector industrial se ha mantenido operativo debido a un amplio *backlog* mientras las nuevas órdenes caen, pero la situación irá deteriorándose cada vez más. Así, el indicador líder PMI de manufacturas de la Eurozona se ubicó en junio en 43.4 pts., hundiéndose aún más en terreno de contracción económica para el sector en los siguientes 6 a 12 meses. De igual manera, el de servicios retrocedió de 55.1 a 52 pts. en el mismo mes.

Por su parte, la inflación mantiene una senda de convergencia y baja a 5.5% interanual en junio (6.1% en mayo), pero la medida subyacente sigue “porfiada” subiendo a 5.4% anual. El Banco Central Europeo deberá continuar con el ajuste monetario. En la reunión de junio se aumentó la tasa de interés en 25 puntos base (pbs.) hasta 3.50% y se eleva la expectativa de tasa terminal hasta 4.0%, para lo restante del año quedarían dos alzas más de 25 pbs. Las tasas de interés siguieron subiendo en el último mes acentuando la inversión de la curva en el tramo 2-10 años. Como referencia, en Alemania la tasa del Bund a 2 años subió ~40 pbs. hasta 3.22% y la de 10 años 25 pbs. hasta 2.60%.

Por su parte, respecto al sector corporativo, se estima que las utilidades crezcan 3% en 2023, dato que se corrige a la baja en el último mes (estimación de Citi, Factset). A pesar de las turbulencias, el crecimiento de utilidades estaría liderado por el sector financiero y en menor medida, el tecnológico y consumo discrecional. A nivel de países, destacan Países Bajos con un crecimiento de esperado de utilidades de 60% para este año impulsado por la empresa relacionada a semiconductores ASML. Por su parte, Francia, el país con mayor ponderación en el índice europeo, tendría una contracción de utilidades en torno a 4.3% (dato que se ha corregido a la baja), mientras que en Alemania las utilidades crecerían un tímido 2%.

El rezago de los últimos meses alivia las valorizaciones. La razón Precio/Utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) transa bajo el promedio de 5 años tanto en términos absolutos como relativo a pares desarrollados. Esta última vuelve a estar dos desviaciones estándar bajo el promedio.

Deterioro del *momentum* económico y corporativo, corrección a la baja en los estimados de utilidades y salida de flujos **nos llevan a dejar la posición en *underweight*** con el fin de financiar otros activos con mayor potencial de apreciación.

REINO UNIDO: Se lleva a *underweight* desde neutral

Lo atractivo de las valorizaciones y *dividend yield* (~4.5) no es suficiente para mantener la posición en acciones británicas. Pérdida de dinamismo económico, persistentes presiones inflacionarias, una libra esterlina que se ha fortalecido -comprimiendo los ingresos del sector exportador-, debilitamiento del sector corporativo, corrección a la baja en los estimados de utilidades y un índice accionario con baja exposición al sector tecnológico, entre otros, nos llevan a **recortar la posición de neutral a *underweight***.

El índice de sorpresa económica se mantiene positivo, pero con tendencia a la baja. PMIs de manufacturas y servicios se ubican en junio 46.5 y 53.7 pts., ambos retrocediendo vs. mayo, mientras la producción industrial y ventas minoristas se contraen en términos interanuales. A pesar de lo ajustado del mercado laboral (tasa de desempleo en 4% en mayo) el consumo no se ha logrado sostener debido a lo alto de la inflación, que presiona el poder de compra de los hogares.

La inflación se mantuvo en 8.7% interanual durante mayo – a pesar de la expectativa de que cayera- mientras la medida subyacente se aceleró a 7.1%. Se suma a las presiones inflacionarias, salarios que también siguen acelerándose para subir 6.9% en doce meses durante mayo. Lo persistente de la inflación ha llevado al Banco de Inglaterra a endurecer aún más el tono restrictivo de la política monetaria y de esta forma sorprendió al mercado subiendo en junio la tasa 50 pbs. en vez de los 25 pbs. esperados. Así, la tasa de referencia se ubica en 5.0%, estimándose llegue a 6.5% a inicios del próximo año, lugar donde se quedaría por tiempo prolongado. Al igual que en otros países desarrollados, la curva de tasas se movió al alza el último mes, con un *bear flattener*. Así, la tasa a 2 años subió casi 90 pbs. hasta 5.4% y la de 10 años en torno a 40 pbs. hasta 4.65%, el mayor nivel desde 2008.

El sector corporativo, que se mostró resiliente en 2022, resentirá el menor crecimiento económico este año; se estima que las utilidades se contraigan en torno a 7.8% en 2023 -dato que se corrige a la baja en el último mes-, los sectores de materiales y energía tendrían los peores resultados, mientras que el financiero y en menor medida el tecnológico, tendrán el mayor incremento en utilidades. El índice accionario se caracteriza por una generación de ingresos más internacional que doméstica, de esta forma queda expuesto en gran medida a las expectativas de crecimiento global y se ve afectado por la apreciación de la libra esterlina -que ha ganado casi 7% en lo corrido del año-.

ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* se mantienen en neutral mientras se aumenta *small caps* desde *underweight* a neutral también

Durante junio el concentrado rally de las 7 magnificas² permeó a sectores y estilos rezagados. Las acciones *small cap* subieron 7.8% vs. 6.1% las *large cap*, sectores cíclicos como el industrial y materiales casi 11%, mientras tecnología 6%. En junio el S&P500 subió 6.5%, acciones de estilo *value* rebotaron para subir 5.4% y las de estilo *growth* tuvieron un alza de 6.8%. De esta forma, se han encarecido las valorizaciones de este tipo de acciones, con una razón P/U *fwd.* transando en el promedio de los últimos 5 años. Por otra parte, las acciones tipo *small cap* han sufrido con las alzas de tasas de interés, el ajuste de liquidez y las mayores restricciones crediticias por parte de los bancos, siguen transando con rezago y valorizaciones bajo los promedios.

Respecto al sector corporativo, se ha seguido recortando la estimación de utilidades para 2023 (1.3% desde 1.8% el mes pasado). Las utilidades serán impulsadas principalmente por los sectores de consumo discrecional y servicios comunicacionales. Comenzando la temporada de reportes corporativos del 2do trimestre del año, se estima una contracción de utilidades cercana a 7% para las acciones del S&P500, la que sería la mayor desde el inicio de la pandemia.

La caída de las utilidades ya estaría internalizada en los precios y el buen *momentum* económico podría dar espacio para sorpresas en los resultados, como ocurrió con el crecimiento. Para el primer trimestre del año, el crecimiento del PIB fue corregido al alza a 2% trimestral anualizado desde 1.3% en las revisiones preliminares, principalmente por un consumo que ha demostrado fortaleza en base a un mercado laboral estrecho.

Así, el *momentum* económico es positivo y al alza. En junio se crearon 209 mil nuevos puestos de trabajo (vs. 230 mil esperados), aunque el reporte de empleo privado ADP contabilizó 497 mil (vs. los 225 mil esperados). La tasa de

² Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla y Alphabet.

desempleo cayó a 3.6% y los salarios subieron 4.4% interanual. Por su parte, hay disparidad entre indicadores líderes de manufacturas, que son más pesimistas, y de servicios, que proyectan un fuerte crecimiento del sector.

Respecto a la inflación, esta continúa cediendo con una caída por sobre las expectativas durante junio, en donde, la inflación *headline* alcanzó un nivel de 3% interanual, mientras que la inflación subyacente se mantiene más elevada y persistente en un nivel de 4.8% a doce meses. A pesar de ello, el nivel de inflación aún es lo suficientemente elevado como para mantener el ajuste monetario y así, sumado a un mercado laboral estrecho, el Fed decidió pausar las alzas de tasas en junio, pero elevando en el *dot plot* la proyección de tasa terminal, junto con las perspectivas de crecimiento e inflación. Este año el PIB crecería 1%, sobre el 0.4% estimado en marzo, y la inflación subyacente llegaría a 3.9% a fines de año (3.6% estimado previamente). De esta forma quedarían dos alzas más de tasas de interés, lo que llevaría el *Fed Fund Rate* a 5.75% a fin de año. En los últimos 30 días la curva de tasas de interés tuvo alzas significativas con la tasa a 2 años subiendo a 4.9% y la de 10 años llegando a 4.05%.

Vulnerabilidad ante la temporada de reportes corporativos que inicia y valorizaciones que han ido perdiendo atractivo nos llevan a mantener cautela en las acciones americanas. Sin embargo, reconociendo que hay un buen *momentum* accionario es que se hace difícil tomar una posición corta. **Se mantiene neutral el posicionamiento en acciones *growth* y *value*, mientras se aumenta también a neutral *small caps* dado el alivio en el stress financiero y la posibilidad de rotación en el segundo semestre.**

JAPÓN: Se aumenta la exposición a acciones japonesas a *overweight* desde neutral

El *momentum* económico revierte la tendencia negativa y es positivo el inicio de mes. Exportaciones, producción industrial y ventas minoristas lograron superar las expectativas. A pesar de ello, el PMIs de manufacturas y servicios retrocedieron en junio, con el registro de manufacturas bajando de los 50 pts.

Por su parte, en su reunión de política monetaria de junio el Banco de Japón mantuvo su sesgo expansivo y el control de la curva de tasas de interés (YCC, por su sigla en inglés). No habría cambio de sesgo mientras no haya evidencia más contundente de la aceleración de los precios y salarios, lo que no sucedería hasta al menos fin de año. En mayo la inflación se ubicó en 3.2% interanual y la medida subyacente en 4.3%. Ante la expectativa de retraso en las alzas de tasas de interés, el yen se ha seguido depreciando, llegando a casi 145 ¥/USD a fines de junio.

A nivel accionario, el MSCI Japón quedó rezagado en junio y subió USD 4.2%, con el Nikkei ganando 4.0%. Este último índice tiene un sesgo más tecnológico que el primero, sumándose al *rally* del sector y con empresas relacionadas a semiconductores e inteligencia artificial entre las primeras posiciones. De esta forma se cierra el rezago de corto plazo respecto a las acciones globales. Con ello se han encarecido las valorizaciones: la razón P/U *fwd.* transa en línea con el promedio de 5 años en términos absolutos y relativo a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían 5.7% este año, dato que es corregido al alza en el último mes, y es de los más altos de países desarrollados. Al positivo *momentum* accionario, se suman entradas de los flujos a fondos e ETFs en las 5 últimas semanas.

Así, se decide **aumentar a *overweight* la posición en acciones japonesas** debido al buen *momentum* económico, accionario y corporativo, y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

ACCIONES EMERGENTES: Se mantiene neutral en China, se neutraliza el *OW* en Asia EM ex. China, aumenta *OW* LatAm y se lleva a *UW* EMEA desde neutral

Junio comenzó como un mes positivo para los mercados asiáticos, con anuncios de estímulo en algunas industrias chinas. Sin embargo, el sentimiento se revirtió desde mediados de mes. A su vez, los datos económicos continuaron

decepcionando y el desempeño de mercados accionarios de Asia Emergente ex. China comenzó a quedarse atrás. En este contexto, **se mantiene la posición neutral en China y se decide neutralizar la posición OW en Asia EM ex. China. América Latina** fue la estrella en junio, y esperamos continúe siéndolo de la mano del comienzo del ciclo de recortes de tasa de referencia de política monetaria y las descontadas valorizaciones, por lo que se decide **augmentar el OW**. Con respecto a **EMEA, se lleva la posición a UW desde neutral**, debido a que los recortes de producción de petróleo anunciados durante junio no lograron impulsar el precio del crudo, se espera que la economía china continúe desacelerándose (y/o decepcionando) y se mantiene la incertidumbre política en varios países.

AMÉRICA LATINA: Se aumenta el overweight

Luego de un anticipado y agresivo ajuste monetario realizado por los bancos centrales, se espera que pronto se inicie un ciclo de recortes en las tasas de interés, con las primeras bajas en las tasas de referencia en Chile y Brasil (julio y agosto respectivamente). Lo anterior impulsa a los activos de riesgo, tanto *large* como *small caps* -especialmente estas últimas-. A su vez, las valorizaciones de la región se mantienen con significativo descuento, transando bajo su promedio de 10 años (varios países cerca de sus mínimos históricos), teniendo un atractivo relevante en comparación al resto de los emergentes. Asimismo, América Latina tiene un soporte de largo plazo por beneficiarse de factores estructurales, tales como el precio de *commodities*, favorecido de la transición energética y energías limpias, junto con la tendencia de desglobalización que impulsa el *nearshoring*, principalmente beneficiando a México. De esta forma, se decide **augmentar la sobreexposición en Latinoamérica, a través de large y small caps**.

En el caso de **Brasil**, la economía continúa mostrando resiliencia, particularmente con un mejor desempeño del sector agrícola, con lo que las perspectivas de crecimiento para la economía en 2023 se siguen corrigiendo al alza, esperando el consenso un incremento de 2.3% (desde el 1.7% que se estimaba hace un mes). Asimismo, el mercado laboral recupera fuerza y la tasa de desempleo de mayo disminuye a 8.3%, luego de la creación de 155 mil empleos formales en el mes. Por otra parte, la inflación sigue cediendo, disminuyendo en junio hasta 3.1% en doce meses, regresando al rango de tolerancia del Banco Central. Además, el consejo monetario nacional mantuvo la meta de inflación en 3% con rango tolerancia de +/- 1.5%, y adoptó un horizonte de política monetaria de 2 años, quedando prácticamente en línea con la inflación proyectada del Banco Central a 2025 (3.1%). De esta forma, el mercado adelantó en sus expectativas el inicio del ciclo de recortes de la tasa Selic a agosto desde septiembre, internalizando una baja de 50 pbs. hasta 13.25%, y esperando que termine el año en 12.0% (-175 pbs., desde el 13.75% actual). En comercio internacional, el país obtuvo un superávit comercial de USD 45,512 millones en el primer semestre de 2023, alcanzó un nivel récord desde el inicio de la serie histórica. En el plano político, la estructura de la regla fiscal fue aprobada en el congreso, quedando pendiente la votación de unas leves indicaciones en la cámara de diputados que se espera sean aprobadas al regreso del receso legislativo. De todas formas, se destaca que se agregaron modificaciones leves que permiten mayor control en los gastos y provocarían que el gasto fiscal de 2024 sea menor al inicialmente esperado por el gobierno, lo que fue interpretado positivamente por el mercado. A su vez, la cámara de diputados aprobó la reforma de impuesto al consumo, propuesta que crea un IVA dual al unificar 5 impuestos, lo que beneficia a las compañías al simplificar el sistema tributario y se estima que puede corregir al alza estimaciones del PIB potencial, esperando que sea aprobada en el senado. Respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U *fwd.* y precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios de 5 años en términos absolutos -y atractivos con respecto a la región en el caso de la primera-. En base a lo anterior, con mejora en perspectivas económica, adelanto de las expectativas del ciclo de recortes en la tasa de referencia y atractivas valorizaciones, junto a un menor riesgo político, se decide **augmentar el OW en acciones brasileñas**.

Por el lado de **México**, las perspectivas de crecimiento de la economía para 2023 se han corregido al alza, con el consenso esperando una expansión en torno a 2.3%, dada la fortaleza del mercado laboral junto con una resiliente demanda interna,

apoyada en servicios y consumo. Este último impulsado por los niveles de remesas, que en mayo registraron un récord histórico de USD 5,600 millones e implicando un crecimiento de 10.2% interanual. Por su parte, la inflación sigue desacelerando, cayendo hasta 5.1% en doce meses en junio, con lo que el mercado espera que Banxico mantenga la tasa de política monetaria en 11.25% al menos hasta noviembre, donde proyectan un recorte de 25 pbs. Lo anterior, le entrega soporte al peso mexicano que se ha apreciado en torno a 14.3% en lo que va del año. Además, el país cuenta con el soporte estructural del *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), dado el avance en el mundo de la tendencia de desglobalización que se exacerbó con la pandemia. Ejemplo de que se materializa este fenómeno es que el país batió un récord en su participación en el total de importaciones a Estados Unidos de enero a mayo de 2023 (15.4%) y manteniéndose como el primer socio comercial. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL se encuentran bajo el promedio de 5 años. En base a lo anterior, con buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural que se está materializando y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

En **Chile**, se mantiene un contexto de menor incertidumbre socio política, con un proceso constitucional que avanza ordenadamente en el consejo constitucional sin ninguna controversia -muy distante al proceso previo-. Si bien el oficialismo se ha visto envuelto en controversias de corrupción, ha frenado la agenda de propuesta más radical del gobierno, obligándolo a moderar sus reformas y proyectos. Respecto a la economía, la actividad económica de mayo decepcionó al mercado con una contracción de 2.0% interanual, afectada por un desempeño peor al esperado desde el sector de minería (-7.5% interanual) junto con caídas en consumo, en línea a una normalización económica. Por otra parte, la inflación vuelve a sorprender positivamente en junio, disminuyendo hasta 7.6% en doce meses, y destacando una contracción en 0.2% respecto a mayo. Lo anterior, junto a minutas del Banco Central menos *hawkish* en la reunión de política monetaria de junio que anunciaban recortes en la TPM en el corto plazo (en línea con adelantar el corredor de tasas en el IPoM de junio). De esta forma, el mercado internaliza que las bajas en la tasa de referencia comiencen en julio, con una baja inicial de 75 pbs. hasta 10.5%, y espera que termine en 8.0% al cierre de este año (-325 pbs., desde el 11.25% actual). Respecto a las valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, en términos absolutos y relativos a la región, bajo sus promedios de 5 años. En base a lo anterior, con menor incertidumbre política por el avance en la nueva constitución, junto a un inminente ciclo de recortes de tasas de interés, se decide **mantener una sobreexposición en acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, la economía mantiene una tendencia de desaceleración, con una actividad económica que se contrajo 0.8% interanual en abril (desde el 1.6% de marzo), junto a un mercado laboral que pierde fuerza con la tasa de desempleo subiendo hasta 11.2% en mayo, luego de que la población empleada urbana cayó en 37 mil empleos. Por su parte, la inflación sigue desacelerándose lentamente, disminuyendo en junio hasta 12.1% en doce meses, mientras que en la reunión de política monetaria de junio se finalizó el ajuste monetario y mantuvo la tasa de referencia en 13.25%, y el mercado espera que continúe en este nivel al menos hasta septiembre de este año. En el plano político, el gobierno tuvo una fuerte derrota después de que la reforma laboral no aprobó el primer debate y quedó archivada. Sin embargo, tanto la reforma pensional como de salud se aprobaron en primera instancia y serán discutidas durante el segundo semestre, donde tienen una votación desafiante, considerando que el presidente Petro pierde cada vez más apoyo, aunque el gobierno ha manifestado que seguirá buscando sus aprobaciones. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos, transando bajo sus promedios históricos de 5 años en términos absolutos y relativos a la región. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas, pero contrastado con una desaceleración económica, y elevada incertidumbre política, se decide **mantener una subexposición en las acciones colombianas**

Por el lado del **Perú**, la economía mantiene una tendencia de desaceleración con la actividad económica de abril decepcionando al mercado creciendo 0.3% interanual (versus el esperado de 1.7%), destacando que el sector de agricultura registró su peor desempeño desde 1992 (-14.2%) afectado por los efectos de las condiciones climatológicas (por el fenómeno del niño). Asimismo, las perspectivas para la economía se mantienen débiles, dado que aún existen varios meses en que El niño podría provocar efectos adversos. Por otra parte, la inflación se desacelera lentamente hasta reducirse en junio a 6.5% en doce meses, con lo que el consenso espera que se mantenga la tasa de referencia en 7.75% al menos hasta septiembre de este año. En comercio internacional, el precio del cobre -principal exportación del país- ha caído 5.9% en los últimos 3 meses, mientras que las exportaciones mineras en abril cayeron 5% en doce meses, en los cuales los envíos cupríferos se contrajeron 1.8%. En el plano político, el gobierno mantiene una alta desaprobación y cuenta con poco capital político, pero existe bajo riesgo de movilizaciones sociales que exijan el fin del gobierno, por lo que se mantiene un estatus quo de una tensa relación con el congreso, esperando que Dina Boluarte termine su gobierno en 2026. Respecto a valorizaciones, tanto la razón *P/U fwd.* como *P/VL* transan bajo sus promedios de 5 años. De esta forma, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con débiles perspectivas económicas junto a un tenso contexto político que genera problemas de gobernabilidad y elevan el riesgo del país afectando la inversión, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas.**

La economía **argentina** se sigue desacelerando, luego de que la actividad económica de abril se contrajo 4.2% interanual, bastante peor a lo esperado por el mercado, afectado principalmente por la fuerte contracción del sector agrícola (-36.8% en doce meses), dado la sequía que impactó a la producción de cereales. Asimismo, las presiones inflaciones continúan presentes y acelerándose, llegando en abril hasta 114.2% en doce meses y se espera que las presiones continúen presentes, estimándose que la inflación podría llegar a fin de año hasta 150-160% interanual. A su vez, existen bajos niveles de reservas internacionales y reservas netas negativas (~ USD 27,527 y -5,955 millones, respectivamente), luego de enfrentar pagos de obligaciones de deuda y las intervenciones del gobierno para disminuir la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el *blue chip swap* (tipo de cambio de mercado negro), que bordea el 100%. En el plano político, las listas oficiales para las elecciones PASO (próximo 13 de agosto) se cerraron, siendo los candidatos con mayores posibilidades Sergio Massa por Unión por la patria (bloque oficialista) y Horacio Rodríguez Larreta (por Juntos por el Cambio). A su vez, es clave ver cómo evolucionan las perspectivas de Javier Milei, dado que tiene propuestas más radicales y que ante un buen resultado en Las PASO pueden afectar la economía, por ejemplo, a través de su propuesta de dolarizar que podría provocar una corrida cambiaria. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y con riesgo político, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se mantiene la posición neutral

La primera mitad de junio fue positiva para el mercado chino, de la mano de un mejor sentimiento de los inversionistas que se tornó más positivo a la espera de que el gobierno anunciara importantes paquetes de estímulo económico. Sin embargo, el resto del mes estuvo marcado por un aumento de las tensiones comerciales y la publicación de datos económicos que decepcionaron. Con respecto a las relaciones diplomáticas, Antony Blinken, el secretario de Estado de EE.UU., visitó China y mantuvo una serie de reuniones con altos ejecutivos. Si bien el tono de la visita fue positivo, autoridades chinas declararon que Taiwán es uno de sus principales intereses y el gran riesgo de sus relaciones con EE.UU. A esto le sucedieron anuncios de EE.UU. de nuevas sanciones comerciales en el sector de semiconductores, que engloban chips de NVIDIA asociados a la Inteligencia Artificial, que habían quedado fuera de las sanciones anteriores. A lo anterior, se unió Países Bajos con limitaciones a la exportación de tres tipos de máquinas de litografía ultravioleta avanzada para la elaboración de semiconductores. En respuesta a estas sanciones, China anunció restricciones a los envíos de Galio y Germanio, dos metales utilizados para la elaboración de chips y equipos militares y de comunicación. Luego, la Secretaria del Tesoro de EE.UU. Janet Yellen visitó China la primera semana de julio, declarando que el desacople de ambas

economías desestabilizaría la economía global y que EE.UU. no busca tener una ventaja económica en comparación a China. Sin embargo, el gobierno del gigante asiático declaró que la imposición de sanciones excusándose en materia de seguridad dañan la economía. Así y en un intento de continuar apoyando la recuperación económica, el gobierno chino anunció estímulos para el sector inmobiliario, extendiendo el pago de préstamos pendientes y fiduciarios de las empresas constructoras en un año.

El aumento en las tensiones geopolíticas estuvo acompañado de la publicación de una serie de datos económicos que decepcionaron y se han desacelerado, sugiriendo que la recuperación post reapertura ya habría llegado a su *peak*. Así, la producción industrial y ventas minoristas de mayo se desaceleraron con respecto a abril (3.5% y 12.7% interanual respectivamente), las exportaciones de mayo se contrajeron 7.5% en doce meses, decepcionando al mercado y se espera dichas caídas se profundicen en junio. Continúa el riesgo deflacionario, con la inflación de junio mostrando un avance nulo anual y los precios del productor contrayéndose 5.4%. Por su parte, los PMI de manufacturas se ubican en torno a terreno neutral, mientras que los de servicios se desaceleran en terreno de expansión. Por otro lado, el Banco Central recortó en 10 pbs. el sistema de tasas de interés en todos sus plazos, decepcionando al mercado que esperaba una baja más pronunciada en la tasa de préstamos de 5 años que guía al mercado inmobiliario, que se encuentra con serios problemas de liquidez.

Luego del magro desempeño accionario de junio, las valorizaciones lucen descontadas transando más de una desviación estándar bajo sus promedios de 5 años, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL. A pesar de que se proyectan utilidades creciendo sobre la mayoría de los países emergentes para este año, se corrigen fuertemente a la baja en el último mes y tres meses, de la mano de una recuperación económica más lenta de lo esperado. Con respecto a los flujos, continuamos viendo salidas netas en el último mes del principal ETF del país. En este contexto más negativo para la economía china, pero ante la posible sorpresa de un paquete de estímulo económico para reactivar la economía, se decide **mantener la posición neutral en China.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se lleva a neutral desde OW

En junio, Asia Emergente ex China tuvo un avance acotado de USD 2.0%, con comportamientos disímiles entre países y principalmente arrastrado por la tendencia a la baja del mercado chino de la segunda mitad del mes. La alta exposición de estos países a la economía global y China en particular, junto con la dependencia de algunos países al sector tecnológico y por ende, expuesto a las mayores tensiones comerciales, nos lleva a **neutralizar la posición en Asia EM ex China.**

El mercado accionario indio se desacopló en junio del resto de Asia Emergente, avanzando USD 4.5%. Continúa siendo el líder de la región en cuanto a *momentum* económico, exhibiendo en junio PMIs de manufacturas y servicios en 57.8 y 58.5 pts. respectivamente, ambos en terreno de amplia expansión. El primer ministro indio, Narendra Modi, visitó EE.UU. durante el mes y se reunió con el presidente, Joe Biden, para cerrar una serie de acuerdos comerciales y de defensa. Entre ellos se encuentran acuerdos respecto de la elaboración de semiconductores, redes de telecomunicación y defensa, enmarcándose en la tendencia del *friendshoring* de la que goza India con respecto a EE.UU. Además, se anunció que el gobierno ha impulsado nuevas líneas de crédito con países africanos, intentando superar a China. Con respecto a los precios, la inflación de mayo siguió desacelerándose hasta 4.3% en doce meses, mientras que el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 6.5% en junio, en línea con lo esperado por el mercado. En el corto plazo no se prevé que el Banco Central inicie el ciclo de recortes, ya que declaró que el fenómeno del Niño podría afectar el nivel normal de lluvias y generar presiones inflacionarias adicionales. Por su parte, las exportaciones e importaciones de mayo se contrajeron, pero con caídas menos profundas que en abril y destacando la fortaleza que continúan mostrando las exportaciones de servicios. Con respecto a las valorizaciones, continúan transando en torno a sus promedios de 5 años,

pero se sigue observando la entrada neta de flujos de inversión en el último mes. La proyección de utilidades apunta a un crecimiento de más de 20% para este año y corrigiéndose al alza. Así, y junto con el comportamiento defensivo que ha mostrado este mercado en los últimos años, se decide **mantener la posición neutral en acciones indias**.

Las **acciones surcoreanas** revirtieron las alzas de meses previos y mostraron un desempeño plano en junio (0% en USD), de la mano de las caídas en el mercado chino en la segunda mitad del mes y el deterioro del sector de semiconductores que estaría enfrentando el peor trimestre en años. El *momentum* económico se profundizó en terreno contractivo en junio, con un PMI de manufacturas en 47.8 pts. y retrocediendo por primera vez desde mayo, asociado a una menor demanda y optimismo empresarial. Este registro ya acumula 13 meses en terreno contractivo. El comercio exterior en junio decepcionó, con exportaciones e importaciones contrayéndose 6.0% y 11.7% interanual respectivamente. Por su parte, la inflación de junio continuó en su senda de desaceleración por quinto mes consecutivo, avanzando un 2.7% anual, ubicándose en mínimos desde septiembre de 2021. La nueva decisión de política monetaria se conocerá el 13 de julio, esperándose una mantención en el nivel de tasas de referencia. Las valorizaciones transan en torno a una desviación estándar sobre su promedio de 5 años (P/U *fwd.*), mientras que las proyecciones de utilidades a pesar de ser negativas continúan corrigiéndose al alza en el último mes. En un contexto de mayor incertidumbre en el continente asiático y valorizaciones caras, se decide **neutralizar la posición OW en acciones surcoreanas**.

El **mercado taiwanés** se acopló al comportamiento de Corea del Sur en junio, con un desempeño plano (0% en USD). El *momentum* económico continuó deteriorándose, con un PMI de manufacturas en 44.8 pts. y exportaciones que caen a su mayor velocidad en 14 años. A pesar del apoyo económico de EE.UU., destacan caídas en los envíos dirigidos a la economía norteamericana, así como a China, mientras que las exportaciones de partes de productos electrónicos retrocedieron en un 21.3% anual. Sin embargo, y en contraste a las caídas en las exportaciones de chips, la empresa Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, reportó ventas sobre lo estimado por el mercado debido al *boom* de Inteligencia Artificial y que es el principal proveedor de este tipo de semiconductores de NVIDIA. Por su parte, la inflación ha continuado a la baja, con un avance de 1.8% en doce meses a junio, mientras que el registro subyacente se aceleró levemente hasta 2.6%, sobre la meta de inflación de 2.0%. En su última reunión de junio, el Banco Central detuvo las alzas en la tasa de referencia, pero con opciones de retomar las alzas en caso de que sea necesario y siguiendo los pasos del Fed. Las valorizaciones lucen caras en términos históricos, con la P/U *fwd.* transando 1 desviación estándar sobre su promedio de 5 años, mientras que las proyecciones de utilidades para este año apuntan a caídas interanuales de más de dos dígitos y se siguen corrigiendo a la baja. En el último mes se observan salidas netas de flujos de inversión del principal ETF del país. Con esto, se decide **mantener la posición neutral que se traía en acciones taiwanesas**.

En **Indonesia** junio fue un mes plano para los mercados, con un *momentum* económico que mejoró en el margen, exhibiendo un PMI de manufacturas de 52.5 pts. Los precios del carbón y aceite de palma, dos de sus principales exportaciones, se mantuvieron sin mayores variaciones, mientras que la rupia se depreció un 0.5%. Las exportaciones sorprendieron en mayo, expandiéndose un 1% anual, mientras que las importaciones subieron un 14.4%, dejando atrás un par de meses de caídas. Por su parte, la inflación de junio siguió convergiendo a la meta, avanzando un 3.5% interanual. En este contexto, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 5.75% en su reunión de junio, y se volverá a reunir la última semana de julio. Las valorizaciones continúan descontadas, transando bajo su promedio de los últimos 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL) y seguimos observando entradas netas de flujos de inversión al principal ETF del país. Por su parte, la proyección de utilidades para este año se encuentra dentro de las 3 mayores entre países emergentes, pero se corrigen a la baja en el último mes. Por el lado de **Tailandia**, el mercado retrocedió 2.8% en USD en junio, apoyado por una depreciación de 1.7% del baht tailandés. Los ruidos políticos luego de las elecciones continúan, y llevaron al PMI de manufacturas a retroceder hasta 53.2 pts. en junio, pero aún en terreno de expansión. El comercio exterior continuó

exhibiendo bajas interanuales en mayo y el magro desempeño económico llevó a la inflación de junio a ubicarse en 0.2% anual, abriendo las puertas a que el Banco Central detenga las alzas en la tasa de referencia a pesar del sesgo contractivo que sugería el comunicado de su última reunión. Las valorizaciones se encuentran levemente bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/VL) y las proyecciones de utilidades se corrigen fuertemente a la baja. Con todo lo anterior, **se decide mantener la posición neutral tanto en Indonesia como en Tailandia.**

EMEA: Se lleva a UW la posición neutral

El precio del petróleo mostró variaciones positivas durante junio, pero acotadas para cómo podría haber reaccionado tras los anuncios de recorte de producción de parte de algunos miembros de la OPEP. A su vez, el magro desempeño económico de China ha impactado al precio del crudo y otros *commodities*. Por su parte, persiste la incertidumbre política en algunos países del bloque y hacia adelante, las perspectivas no son positivas. Por lo anterior, **se decide llevar a UW la posición neutral en EMEA.**

Durante junio, la apreciación del rand **sudafricano** destacó dentro de los países emergentes, impulsando el desempeño accionario del índice durante el mes (9.5% en USD). El alza acotada de los precios de *commodities* también impulsó el rendimiento, así como los anuncios de la empresa Naspers de simplificar su estructura de propiedad que la llevaron a aumentar de manera significativa, impulsando al mercado como un todo debido a que representa ~16% del índice. Con respecto a los cortes de suministro eléctrico que han caracterizado a la economía africana, Eskom (empresa estatal y principal proveedora de electricidad) recibirá un plan de alivio de deuda, incluyendo empresas privadas para operar las plantas de transmisión eléctrica. Además, ya ha logrado aumentar la generación de manera que los cortes de suministro han disminuido gradualmente. Si bien algunos inversionistas han declarado su mayor interés por las acciones sudafricanas, en línea con descontadas valorizaciones (descuento mayor a 1 desviación estándar respecto de sus promedios de 5 años), las perspectivas continúan negativas. El PMI de manufacturas de junio se mantuvo en terreno de contracción en 48.7 pts., mientras que las proyecciones de utilidades continúan corrigiéndose a la baja para este año, en los últimos uno y tres meses. En este contexto, **se mantiene la subexposición en acciones sudafricanas.**

En **Turquía** se mantienen las turbulencias políticas. Si bien el presidente Erdogan ha continuado intentando incluir en el Estado a personajes más *market friendly*, las medidas que se han tomado no han sido las suficientes para que el mercado reaccione al alza. Durante junio se eligió como nueva gobernadora del Banco Central a Hafize Gaye Erkan, con vasta experiencia laboral y sugiriendo que la entidad tendría algo más de autonomía política. Esto se notó en la reunión de política monetaria de junio en la que se elevó la tasa de referencia por primera vez desde marzo de 2021 en 650 pbs., hasta 15%, pero aún por debajo de lo que esperaba el mercado, que proyectaba que la autoridad monetaria llevaría la tasa hasta un 20%. A su vez, el presidente turco se reunió con su par ucraniano, declarando que Ucrania merece ser parte de la OTAN, alineándose con el mundo occidental y en lo más reciente apoyó también la unión de Suecia a la OTAN . Por su parte, el PMI de manufacturas se mantuvo estable por tercer mes consecutivo en junio en 51.5 pts., en terreno de leve expansión. La inflación de junio se desaceleró hasta 38.2% anual, mientras que el registro subyacente se aceleró hasta 47.3%, y el Banco Central debiera continuar con sus alzas de tasas en adelante. Las valorizaciones transan con un leve descuento histórico (P/U *fwd.* ~0.7 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años), pero la razón P/VL luce cara. Las proyecciones de utilidad de este año se comienzan a revisar al alza, pero se espera una contracción de dos dígitos. Por su parte, continúa la salida neta de flujos de inversión del principal ETF del país, de la mano de la lira turca que se ha depreciado ~40% en lo que va del año. En resumen, se mantiene la incertidumbre política y las perspectivas para la moneda y los mercados continúan negativas, por lo que se decide **mantener la posición UW en acciones turcas.**

Se mantiene la posición **UW** que se traía en las economías **C3 (Polonia, República Checa y Hungría)**. El *momentum* económico se deterioró fuertemente en junio, con los PMIs de manufacturas de las tres economías en terreno contractivo. En sus reuniones de política monetaria, los bancos centrales de los tres países decidieron mantener su tasa de referencia estable, mientras que la inflación se mantiene avanzando a dos dígitos en doce meses, pero desacelerándose. Las valorizaciones continúan transando bajo su promedio de 5 años (la P/U *fwd.*), pero la de República Checa en menor medida. Por su parte, las proyecciones de utilidad para este año se corrigen levemente al alza, pero proyectan una caída interanual de manera transversal.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se aceleró en junio hasta 59.6 pts., impulsado por un aumento en el producto, las nuevas órdenes y el empleo. La inflación se aceleró levemente en mayo, hasta 2.8%, sin mostrar mayores presiones inflacionarias. A comienzos de julio, se anunció que prolongarán el recorte en la producción de petróleo unilateral que habían anunciado por lo menos un mes más (agosto), en un intento de impulsar el precio del crudo. Sin embargo, las perspectivas para los *commodities* energéticos no son positivas, en un contexto de desaceleración económica y sorpresas negativas en la publicación de datos económicos de China. Por su parte, las valorizaciones continúan transando en torno a sus promedios de 5 años y las proyecciones de utilidades para este año se corrigen a la baja. En este contexto, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes**.

RENTA FIJA

US TREASURIES: *underweight* en el treasury de 10 años, neutral en los de 5 y 30 años y *underweight* en TIPS

Tras la reunión de junio, el Fed vuelve a adoptar una postura más *hawkish* acompañado por los principales bancos centrales de los países desarrollados. El mensaje del Fed es claro y continuará con el ajuste monetario hasta observar señales claras de una caída sostenida en la inflación subyacente y una convergencia hacia la meta del 2%. Por otro lado, los últimos datos económicos apuntan hacia una mayor resiliencia económica frente al ajuste monetario, con el crecimiento del primer trimestre sorprendiendo al alza y un mercado laboral que se mantiene ajustado. Por su parte, el último registró de inflación fue bastante positivo, con caídas por sobre lo esperado tanto en la medida *headline* como en la subyacente. La primera presentó una caída a 3% por efecto de base de comparación, sin embargo, la medida subyacente aún se mantiene más elevada y persistente en 4.8%. Es así que durante el mes anterior observamos un aumento de tasas a través de la curva, con un primer ajuste en los tramos más cortos de la curva como reacción a una política monetaria más *hawkish*, mientras que posteriormente se ajustaron los tramos más largos de la curva, incorporando la mayor resiliencia económica y las expectativas de un ajuste monetario más prolongado. De esta manera, la tasa del bono del tesoro de 10 años alcanza un nivel de 3.96%, mientras que la de 2 años se encuentra en torno a 4.86%. Por su parte, la inversión de la curva alcanzó los máximos de marzo de -108 pts, sin embargo, con el ajuste de las tasas largas se modera a -90 pts. Con respecto al Fed, en la última reunión de junio el comité ajustó al alza sus proyecciones para la tasa de referencia, señalizando dos aumentos adicionales de 25 pbs. alcanzando así un nivel de 5.75%. Por otro lado, las minutas de dicha reunión revelaron cierta división en el comité con respecto a la “unánime” decisión de pausa, con algunos miembros a favor de un alza de 25 pbs., de tal manera que se mantiene fuerte el sesgo *hawkish* de algunos miembros. En cuanto a la expectativa del mercado, está ya incorporaba un alza de 25 pbs. en la reunión de julio, sin embargo, el mercado estima que esta sería la última alza antes de la pausa y no cree que el Fed aumente la tasa en septiembre, por lo que esperaría alcanzar una tasa terminal de 5.5%. Dado lo anterior, no habría sorpresas en la reunión de julio y está prácticamente internalizado el aumento de 25 pbs., por lo que, el escenario más probable es que el Fed mantenga su discurso actual hasta septiembre en donde podrá tomar una decisión con más datos, de tal manera que las tasas se mantendrían elevadas los meses previos a la reunión. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- vuelve a aumentar tras el ajuste de las tasas en las últimas semanas

y alcanza nuevamente niveles por sobre los 130 pts. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, aumentaron levemente alcanzando niveles de 2.03% y 2.25% respectivamente, implicando que las expectativas inflacionarias de largo plazo estarían ancladas a la meta del Fed (2%). Dado lo anterior, y ante la espera que el Fed mantenga su postura *hawkish* este mes se toma una subexposición en bonos soberanos estadounidenses, con una posición corta en la parte larga de curva, considerando que la parte más corta ya se ajustó bastante a las expectativas de política. De esta manera, **se pasa de *neutral* a *UW* en el *treasury* de 10 años, se toma una posición *neutral* en *treasury* de 5 años y 30 años y se mantiene el *UW* en TIPS observando que las expectativas de inflación permanecen ancladas.**

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se baja posición de *overweight* a *neutral*

Durante el último mes observamos como los bancos centrales de los países desarrollados vuelven a alinearse en su batalla contra la inflación y retoman nuevamente una postura más *hawkish*. De esta manera, el Fed, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra continuarían con el ciclo de ajuste monetario para hacer frente a las expectativas de una inflación subyacente más persistente. Por otro lado, existen ciertas divergencias entre los países desarrollados, en EE.UU. la economía y el mercado laboral muestran una mayor resiliencia y se comienza a atrasar la expectativa de recesión para el próximo año, mientras que Europa comienza a perder *momentum* económico. Por su parte en el Reino Unido, las perspectivas son bastante más negativas, la inflación vuelve a acelerarse junto con los salarios, de manera que actualmente el mercado estaría esperando 150 pbs. de aumentos de tasas, a diferencia de los 25 pbs. y 50 pbs. esperados para EE.UU. y Europa, respectivamente. Dado lo anterior, y ante la expectativa de un ajuste monetario más largo con una economía más resiliente -en EE.UU.-, las tasas de interés aumentaron a lo largo de toda curva y se espera que estas se mantengan en niveles elevados por más tiempo. *Investment Grade* continúa siendo una alternativa atractiva en términos de riesgo-retorno, sin embargo, en el contexto actual de salarios al alza, resiliencia de la economía norteamericana y tasas que se mantendrían altas por un tiempo más prolongado, no se visualizan ganancias de capital significativas en el corto plazo y la mayor duración del activo nos lleva a **llevar a *neutral* la posición en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el *underweight*

En línea con lo descrito anteriormente, durante junio la atención del mercado volvió a centrarse en el ajuste monetario y perspectivas inflacionarias, mientras que el estrés del sector bancario parece ser cosa del pasado y la posible recesión en la economía norteamericana parece no ser una opción en el corto plazo. En este contexto, la clase de activo se mantuvo más defensiva frente a los aumentos de tasas producto de su menor duración y a la vez se vio beneficiada por una compresión de *spreads*. Sin embargo, a pesar del mejor desempeño en comparación al resto de la renta fija y el atractivo nivel de *yield*, la menor calidad crediticia de la clase de activo y el nivel actual de los *spreads* en torno a su promedio histórico la mantienen vulnerable frente a eventos de riesgo no materializados. Por otro lado, las expectativas de *default* para *US High Yield* se han mantenido estables a lo largo del año, a pesar de los episodios de estrés financiero, de manera que los niveles de *defaults* actuales podrían estar subestimados y podríamos observar un aumento junto con una ampliación de *spreads*. Dado lo anterior, **mantenemos un *underweight* en *Global HY*.**

DEUDA EMERGENTE: Se reduce el *underweight* en bonos soberanos HY y se neutraliza la posición en bonos soberanos IG, se reduce el *overweight* en bonos corporativos IG y se aumenta el *overweight* en *local markets*

En cuanto a la deuda emergente, desde el año pasado observábamos como las tasas de los países emergentes mantenían una alta correlación con los movimientos de tasas de los países desarrollados influenciadas por las decisiones y comunicados del Banco de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. Sin embargo, este último mes comenzamos a ver un cambio en esta tendencia, y es que medida que los países emergentes se aproximan a inminentes recortes de tasa, los países desarrollados se ajustan en sentido contrario y se comienzan a esperar nuevas alzas. De esta manera, a pesar

de que el mes pasado observamos aumentos a través de toda la curva en EE.UU. y Europa, en países como Brasil y Chile observamos grandes caídas de tasas producto de registros de inflación positivos y anticipando recortes agresivos de tasa durante los próximos meses. Es así que la deuda emergente se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también como fuente de protección frente a un ambiente más *hawkish* en países desarrollados. Respecto a la deuda soberana emergente, tras el ajuste de las tasas el mes pasado, la expectativa de una eventual caída de tasas podría ser un impulso para la clase de activo producto de su mayor duración. Sin embargo, su menor calidad crediticia ofrece menor protección frente a eventos de riesgo, lo que le resta atractivo en comparación con otras alternativas. Por el lado de la deuda corporativa emergente, se continúa favoreciendo la deuda corporativa tipo *Investment Grade*. Los países emergentes se encuentran más avanzados en el ciclo de ajuste monetario que el mundo desarrollado y el mercado ha ido anticipando que una serie de países emergentes inicie con los recortes de tasas durante el segundo semestre, siendo algunos de los primeros Brasil y Chile, lo que beneficiaría la larga duración del activo. Por otro lado, en el contexto actual debido al alto grado de incertidumbre presente en los mercados, la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece una mayor protección frente a un deterioro de las condiciones económicas, un endurecimiento de las condiciones crediticias y eventos de riesgo no materializados. En cuanto a la deuda corporativa *High Yield*, la clase de activo se ha mantenido resiliente frente a los aumentos de tasas externas y dadas las sorpresas económicas positivas en países emergentes, ha tenido un buen desempeño producto de una compresión de *spreads*. Por otro lado, la clase de activo ofrece un *yield* bastante atractivo, por sobre el mundo desarrollado, a costo de un mayor riesgo de crédito, en donde ya ajustaron al alza las estimaciones de *default* para este año encontrándose internalizadas en los precios. A su vez el desempeño de la clase de activo tiene un alto grado de dependencia a las políticas que tome el gobierno chino de apoyo al sector inmobiliario, lo que podría tener un efecto significativo en los rendimientos de la clase de activo. Sin embargo, a pesar del *momentum* positivo de los países emergentes, la deuda *High Yield* se mantiene vulnerable ante una expansión de *spreads*. Por el lado de *local markets*, durante junio las monedas emergentes recuperaron terreno frente a la fortaleza del dólar observada en meses anteriores, el cual acumuló una depreciación de 1.4%, mientras que la gran mayoría de las monedas emergentes se apreciaron. Por otro lado, a pesar de que se espera un aumento de 25 pbs. en la próxima reunión de política monetaria del Fed, el mercado ya tiene internalizado dicha alza por lo que no tendría un efecto significativo y las monedas de países emergentes tendrían espacio para apreciarse si continua el *momentum* económico positivo. En línea con lo anterior, **en deuda soberana emergente se reduce el UW HY y se lleva a neutral IG (desde UW), en deuda corporativa emergente se lleva a OW HY (desde neutral), disminuye el OW IG y aumenta sobreexposición en local market.**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | JULIO 2023

Monedas	Bench.	Junio	Julio	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	57.5%	55.7%	OW	0.6%	-1.8%
EUR	7.4%	6.3%	6.0%	UW	-1.4%	-0.3%
GBP	1.5%	1.3%	1.0%	UW	-0.5%	-0.4%
JPY	2.5%	2.2%	3.3%	OW	0.8%	1.0%
GEMs	33.6%	32.7%	34.1%	OW	0.5%	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 toman posiciones activas.

RESULTADOS TAACO GLOBAL | JUNIO 2023

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	45%	-5%	5.0%	2.5%	2.2%	-10.9	-1.3
Renta Fija	50%	50%	0%	0.6%	0.3%	0.3%	0.0	-4.8
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-11.8	
Oro	0%	0%	0%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					2.81%	2.53%	-22.7	-6.1
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-28.8
Europe ex UK	13.5%	13.5%	0.0%	4.9%	0.67%	0.67%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.5%	-0.8%	3.8%	0.05%	0.02%	1.0	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	3.6%	0.10%	0.10%	0.0	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	7.0%	1.10%	1.10%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	5.5%	0.77%	0.77%	0.0	
US Small Caps	3.6%	2.0%	-1.6%	8.4%	0.30%	0.17%	-5.5	
Japan	4.9%	4.9%	0.0%	4.0%	0.20%	0.20%	0.0	
Desarrollados	56.0%	53.6%	-2.4%	5.7%	3.19%	3.03%	-4.6	
LatAm	4.1%	5.1%	1.0%	11.0%	0.45%	0.56%	6.0	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	10.2%	0.07%	0.07%	0.0	
China	12.7%	12.7%	0.0%	4.0%	0.50%	0.50%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	17.0%	1.4%	2.0%	0.30%	0.33%	-4.3	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	3.4%	0.14%	0.14%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.9%	0.0%	4.8%	0.33%	0.33%	0.0	
Emergentes	44.0%	46.4%	2.4%	4.1%	1.80%	1.94%	1.7	
Equities					5.00%	4.97%	-2.8	
Treasuries 5Y	6.0%	6.5%	0.5%	-1.3%	-0.08%	-0.09%	-1.0	
Treasuries 10Y	11.5%	11.5%	0.0%	-1.2%	-0.14%	-0.14%	0.0	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	-0.3%	-0.01%	-0.01%	1.3	
Global Corporate IG	26.5%	29.0%	2.5%	0.8%	0.21%	0.23%	0.4	
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	-0.7%	1.9%	0.08%	0.07%	-0.9	
Deuda Desarrollados	57.7%	58.7%	1.0%	0.1%	0.08%	0.08%	-0.2	
EM Sovereign IG	5.0%	3.5%	-1.5%	0.4%	0.02%	0.01%	0.3	
EM Sovereign HY	5.5%	3.0%	-2.5%	4.2%	0.23%	0.13%	-9.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.2%	2.6%	0.3%	0.01%	0.02%	-1.0	
EM Corporate HY	5.0%	5.0%	0.0%	1.8%	0.09%	0.09%	0.0	
EM Local Markets	23.2%	23.6%	0.4%	0.9%	0.20%	0.20%	0.1	
Deuda Emergente	42.3%	41.3%	-1.0%	1.3%	0.55%	0.45%	-9.5	
Fixed Income					0.63%	0.53%	-9.7	

*Anualizado ** Desde 2001

Datos al 30 de junio 2023

Al cierre de junio el TAACo Global tuvo una ganancia de 2.5%, 29 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos restó valor mientras que (ii) la selección de instrumentos también fue negativa. En acciones la subexposición a *US Small Cap* junto con el largo en Asia EM ex China generaron pérdidas de valor que no alcanzaron a ser compensadas por el largo en LatAm. En renta fija la selectividad también fue negativa, principalmente por la subexposición en bonos soberanos emergentes de menor calidad crediticia.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	2.5%	1.4%	6.3%	7.2%	3.6%	2.9%	3.9%	4.9%	10.1%
Benchmark	2.8%	1.8%	6.5%	7.1%	1.7%	2.0%	3.0%	3.5%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-29	-37	-28	9	189	84	83	135	
Acciones	5.0%	3.6%	9.9%	11.0%	7.0%	3.8%	5.1%	3.5%	14.8%
Benchmark	5.0%	3.8%	10.1%	11.6%	6.7%	3.7%	4.9%	3.0%	14.7%
Europe ex UK	4.9%	1.4%	13.0%	21.8%	7.8%	3.8%	4.1%	2.7%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	3.8%	-1.8%	6.8%	11.5%	6.0%	1.4%	6.3%	6.9%	23.5%
UK	3.6%	1.1%	6.1%	8.8%	8.3%	-1.2%	-0.2%	0.3%	19.1%
US Large Cap Growth	7.0%	14.6%	35.7%	29.7%	13.3%	15.3%	15.5%	--	22.3%
US Large Cap Value	5.5%	2.3%	0.5%	6.5%	10.5%	5.3%	6.1%	3.7%	17.7%
US Small Caps	8.4%	4.8%	8.5%	13.5%	12.2%	5.2%	8.2%	7.9%	23.7%
Japan	4.0%	6.3%	11.7%	15.5%	3.6%	1.0%	3.2%	1.6%	15.9%
Desarrollados	6.0%	6.8%	15.1%	18.5%	12.2%	9.1%	9.5%	6.4%	18.7%
LatAm	11.0%	11.2%	14.6%	19.5%	9.3%	-0.3%	-2.6%	4.4%	29.9%
LatAm Small Cap	10.2%	18.0%	23.8%	32.6%	10.3%	2.0%	-3.4%	6.6%	33.0%
China	4.0%	-9.7%	-5.5%	-16.8%	-10.3%	-5.3%	3.0%	7.2%	26.6%
EM Asia ex China	2.0%	5.5%	10.7%	11.9%	11.4%	6.4%	6.3%	--	19.9%
EM Asia Small Cap	3.4%	4.5%	9.2%	8.3%	11.3%	2.9%	3.6%	6.9%	20.3%
EM Europe and Middle East	4.8%	1.8%	-0.5%	-1.5%	-2.6%	-5.9%	-4.5%	2.1%	20.8%
Emergentes	3.8%	1.1%	3.0%	2.4%	1.0%	1.2%	3.1%	7.6%	18.7%
Renta fija	0.5%	-0.3%	3.1%	2.9%	-2.8%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.6%	-0.3%	3.1%	2.6%	-3.4%	0.0%	0.9%	3.5%	6.2%
Treasuries 5Y	-1.3%	-1.7%	0.6%	-2.4%	-4.1%	0.5%	0.7%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-1.2%	-1.9%	1.7%	-4.0%	-7.0%	0.3%	0.9%	3.5%	4.5%
Treasuries 30Y	0.1%	-2.5%	3.3%	-10.8%	-14.6%	-1.8%	1.3%	4.5%	4.5%
US Tips	-0.3%	-1.4%	1.9%	-1.4%	-0.1%	2.5%	2.1%	4.4%	4.5%
Global Corporate IG	0.8%	0.1%	3.5%	2.1%	-3.5%	0.5%	1.6%	4.2%	4.5%
Global Corporate HY	1.9%	1.7%	5.4%	9.8%	1.8%	2.4%	3.7%	6.6%	4.5%
Deuda Desarrollados [1]	0.1%	-0.7%	2.9%	0.6%	-4.0%				
EM Sovereign IG	0.4%	0.5%	3.4%	3.2%	-4.2%	1.2%	2.6%	5.8%	4.5%
EM Sovereign HY	4.2%	3.0%	4.5%	12.5%	-0.3%	0.1%	2.2%	7.0%	4.5%
EM Corporate IG	0.3%	0.8%	3.2%	2.3%	-2.5%	1.7%	2.7%	--	4.5%
EM Corporate HY	1.8%	0.3%	2.0%	7.0%	-1.6%	1.6%	3.7%	--	4.5%
EM Local Markets	0.9%	-0.3%	3.3%	3.9%	0.0%	1.1%	-0.1%	--	4.5%
Deuda Emergentes [1]	1.1%	0.2%	3.2%	5.3%	-1.5%				
Caja	0.5%	1.2%	2.3%	3.7%	1.3%	1.5%	1.0%	1.4%	4.5%
Oro	-2.7%	-3.4%	5.4%	5.2%	2.6%	8.9%	4.8%	9.4%	4.5%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

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 y/o personas relacionadas ("Compass"), 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, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, 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.