

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Jul	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.8%	3.5%	9.2%	7.0%	2.9%	3.1%	3.9%	5.0%	10.1%
Benchmark	2.8%	3.9%	9.5%	6.7%	1.1%	2.3%	3.1%	3.7%	9.8%
Out/Underperformance (bps)	-2	-39	-30	30	177	85	81	134	
Acciones	4.7%	7.8%	15.1%	11.5%	6.4%	4.3%	5.2%	3.7%	14.8%
Benchmark	4.7%	8.0%	15.2%	11.7%	6.3%	4.2%	5.0%	3.2%	14.7%
Renta Fija	0.9%	-0.2%	4.0%	2.0%	-3.5%	0.4%	1.3%	4.1%	6.2%
Benchmark	0.9%	-0.1%	4.0%	1.6%	-4.1%	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	3.1%	-0.6%	8.7%	12.4%	0.1%	10.0%	4.1%	9.5%	4.5%

Resultados al 31 de julio de 2023

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

¿Y hora qué? Pros y Contras ..... **¡Error! Marcador no definido.**

Asignación de activos ..... 3

Resultados TAACo Global junio 2023 ..... 155

Desempeño histórico .... 166

## ¿Y ahora qué? Pros y contras de los activos de riesgo

Las alzas de los mercados accionarios se prolongaron en julio. En lo que va del año, los mercados han experimentado un *rally* impulsado por varios factores: el aumento de las probabilidades de un aterrizaje suave o *soft landing* de la economía de Estados Unidos, señales que la inflación está cediendo (lo que daría pie a que el Fed deje de subir las tasas y más adelante las comience incluso a bajar), y que las alzas en el sector *tech* tienen espacio gracias al *boom* de la inteligencia artificial, que generaría fuertes alzas en la productividad. Esto constituiría un escenario benigno o de *goldilocks*, es decir, no hay recesión sino desaceleración y la inflación cede.

Sin embargo, hay otros factores por considerar. Las condiciones monetarias siguen siendo restrictivas, las tasas de interés altas y volátiles. A pesar de un comunicado menos "*hawkish*" (sesgo a priorizar estabilidad de precios, tasas altas) del Fed de Estados Unidos posterior a su última reunión de julio en que subió la tasa de referencia (*Fed Funds Rate*) en 25 puntos base a 5.25% - 5.50% anual, es probable que continúen aumentando las tasas y/o las mantengan altas hasta que los datos muestren evidencia contundente que se venció a la inflación.

En este sentido, la baja en la calificación de la deuda estadounidense (*downgrade*) por parte de Fitch a principios de agosto acentuó a volatilidad y generó alzas adicionales en las tasas de interés. Las implicancias reales de esta baja en la calificación de la deuda en dólares de Estados Unidos son prácticamente nulas, que se trata de la moneda que emite ese mismo país, lo que hace un *default* casi imposible. Sí es una señal de advertencia ante lo alto del endeudamiento y -como ya se vio- genera volatilidad en los mercados financieros.

En el mismo sentido, el *rally* de 2023 dejó las valorizaciones en altos niveles, lo que hace a los mercados más vulnerables a correcciones en respuesta a noticias o datos negativos. Esto fue lo que se vio luego del *downgrade* que mencionamos.

Existen factores balanceados en cuanto al soporte de las alzas de los activos de riesgo:

Entre los pros están mayores probabilidades de un *soft landing*,

Que la inflación está cediendo y que la revolución digital y elevaría productividad.

Sin embargo, el Fed está decidido a no bajar las tasas o inclusive subirlas si la inflación no cede

Aunque hasta mayo las alzas fueron muy concentradas en ciertas acciones tecnológicas ("las 7 magníficas: Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Tesla, Nvidia), a partir de junio se extendieron hacia otros sectores y regiones, lo que refleja el *momentum* positivo en el mercado que mencionamos en el comienzo de este documento.

En el caso de China, que encabezó las alzas en las bolsas en julio, al parecer, más allá de los temas geopolíticos y la rivalidad con Estados Unidos, las autoridades se habrían reenfocado hacia el pragmatismo. Ello porque a pesar de los estímulos implementados hasta el momento, no se ha logrado la recuperación esperada, con datos que siguen decepcionando, por lo cual tendrían que dar un apoyo más contundente para lograr el impulso requerido para alcanzar el objetivo de crecimiento económico.

Dado este balance entre pros y contras, para julio el TAACo adopta la siguiente postura: se mantiene la asignación en acciones en neutral y eliminando la asignación a *cash* a favor de la renta fija, que ahora pasa de "*underweight*" a neutral.

Existen nichos de oportunidades, dentro de las clases de activos, ya sea por fundamentos robustos, valorizaciones aún atractivas o por rezago en los precios, como se analiza en la siguiente sección.

Y el *rally* en lo corrido del año ha dejado las valorizaciones altas

Para agosto el TAACo se posiciona neutral entre renta variable y renta fija y se elimina la posición en caja.

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | AGOSTO 2023

TAACo Global	Bench.	Julio	Agosto	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	45%	50%	N	5.0%	+
Caja		5%		N	-5.0%	-
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	13.5%	12.0%	11.0%	UW	-2.5%	-1.0%
Europe Small Cap ex UK	1.3%			UW	-1.3%	
UK	2.9%	1.9%	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%	3.6%	4.6%	OW	1.0%	1.0%
Japan	4.9%	6.5%	6.5%	OW	1.6%	
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>53.8%</b>	<b>UW</b>	<b>-2.2%</b>	
LatAm	4.1%	6.1%	6.1%	OW	2.0%	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.7%	OW	1.0%	
China	12.7%	12.7%	12.7%	N		
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	15.6%	N		
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N		
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	6.1%	UW	-0.8%	
<b>Mercados emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>46.2%</b>	<b>OW</b>	<b>2.2%</b>	
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	6.0%	N		
Treasuries 10Y	11.5%	10.5%	11.5%	N		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%	26.5%	26.5%	N		
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	4.3%	N		0.7%
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>54.7%</b>	<b>56.4%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.3%</b>	1.7%
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	5.0%	N		
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	4.0%	UW	-1.5%	
EM Corporate IG	3.6%	5.3%	4.6%	OW	1.0%	-0.7%
EM Corporate HY	5.0%	6.5%	5.9%	OW	0.9%	-0.6%
EM Local Markets	23.2%	24.5%	24.1%	OW	0.9%	-0.4%
<b>Deuda emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>45.3%</b>	<b>43.6%</b>	<b>OW</b>	<b>1.3%</b>	-1.7%
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

Neutral entre acciones vs. bonos y se elimina la caja.

Acciones: se mantiene OW mercados emergentes relativo a desarrollados y se aumenta UW acciones europeas para financiar OW US Small Cap

En renta fija se mantiene en neutral todos los bonos de países desarrollados, salvo un UW en TIIPs y se favorece un OW balanceado entre bonos corporativos emergentes en dólares y monedas locales.

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se aumenta el *underweight* en *Large Cap* y se mantiene en *Small Cap*

Continúa el mal *momentum* económico y las utilidades del 2do trimestre si bien sorprenden al alza, reflejan una contracción de utilidades cercana a 8%, la peor desde el inicio de la pandemia. A pesar de ello, las acciones europeas ex UK siguieron subiendo en julio, en torno a 2.6% (en USD), aunque quedando rezagadas respecto a las estadounidenses.

El índice de sorpresa económica revierte la tendencia a la baja, pero se mantiene en un profundo terreno negativo. Los indicadores de confianza retroceden (Sentix de inversionistas y de consumidores), los indicadores líderes PMIs retroceden

y el de manufacturas baja a 42.7 pts., el menor nivel desde mayo de 2020, mientras el de servicios bordea los 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector para los siguientes doce meses). El consumo se mantiene deprimido (las ventas minoristas se han contraído los últimos 9 meses en términos interanuales), al igual que la producción industrial.

De esta forma, la Eurozona crecería apenas 0.9% este año, dato que fue corregido marginalmente al alza por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su revisión de julio. Destaca que Alemania, la mayor economía de la Eurozona, tendría una contracción de 0.3% del PIB (dato que se corrigió a la baja). El país tiene un sesgo exportador e industrial, con China como uno de sus principales socios comerciales, donde los datos económicos decepcionan también. El PMI manufacturero alemán llegó a 38.8 pts. en julio y el de servicios a pesar de seguir sobre 50 pts. se mantiene a la baja. Se destaca que en Francia, Italia y España la estimación de crecimiento para este año fue corregida al alza por el FMI hasta 0.8%, 1.1% y 2.5% respectivamente. En España, además la inflación ya volvió a la meta y se ubicó en 2.3% interanual en julio.

A nivel agregado, la inflación mantiene una senda de convergencia y baja a 5.3% anual en julio (5.5% en junio), pero la medida subyacente sigue “porfiada” y se mantiene en 5.5% anual. El Banco Central Europeo (BCE) deberá continuar con el ajuste monetario. En la reunión de julio se aumentó la tasa de interés en 25 puntos base (pbs.) hasta 3.75% y el mercado internaliza que quedaría solo un alza más de tasas para llevarlas hasta 4.0%, nivel en que se mantendría hasta mediados del próximo año. La curva de tasas de interés en el último mes experimentó un empinamiento en el tramo 2-10 años - aunque se mantiene la inversión-, con caídas en los tramos más cortos y alzas en los más largos. Como referencia, en Alemania la tasa del Bund a 2 años bajó ~15 pbs. hasta 3.00% y la de 10 años en torno a 10 pbs. hasta 2.55%.

Por su parte, habiendo reportado cerca de un 63% de EuroStoxx (al 4 de agosto), las utilidades se contraen 3%, menos malo de lo esperado. Excepto consumo discrecional, todos los sectores reportan sobre los estimados. Se estima que las utilidades crezcan 3% en 2023, dato que se mantiene 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, destaca 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 4.6% (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 dos desviaciones estándar bajo el promedio.

Deterioro del *momentum* económico y corporativo, débil expectativa de crecimiento de utilidades y constantes salidas de flujos **nos llevan a profundizar la posición en *underweight*** con el fin de financiar otros activos con mayor potencial de apreciación.

## **REINO UNIDO: Se mantiene el *underweight***

A pesar de lo atractivo de las valorizaciones y el alto *dividend yield* (~4.1%), se mantiene una posición corta en acciones británicas debido a la pérdida de dinamismo económico, política monetaria restrictiva, 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 persistentes salidas de flujos a fondos e ETFs.

El índice de sorpresa económica se mantiene positivo, pero con tendencia a la baja. PMIs de manufacturas y servicios se ubican en julio en 45.3 y 51.5 pts., ambos retrocediendo vs. junio, 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 sorprendió a la baja en junio y se ubicó en 7.9% anual, mientras la medida subyacente también bajó (hasta 6.9%). Esto le da algo de respiro al Banco de Inglaterra, que tuvo hace unos meses que acelerar el ritmo de subida de tasas de interés ante lo persistente de la inflación y las presiones desde los salarios. Sin embargo, en su última reunión de política monetaria en julio, la entidad volvió a subir 25 pbs., aunque en votación dividida. La tasa de referencia se ubica en 5.25%, estimándose llegue a 5.75% a fines de año, lugar donde se quedaría por tiempo prolongado. La expectativa de tasa terminal cae en el último mes, cuando llegó hasta 6.5% en momentos en que la política monetaria se volvía más restrictiva aún y los precios se aceleraban; no obstante, frente a una inflación que cede y una economía que se debilita, las tasas caen. La curva de tasas se movió a la baja el último mes, con un *bull steepener*. Así, la tasa a 2 años bajó casi 40 pbs. hasta 4.9% y la de 10 años en torno a 5 pbs. hasta 4.4%.

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 9% 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 6% en lo corrido del año-.

## **ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* se mantienen en neutral, mientras *small caps* se llevan a *overweight* desde neutral**

Durante julio se inició la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre. Si bien se ha visto una contracción de utilidades cercana al 8% para las empresas del S&P500, las sorpresas han sido positivas en todos los sectores. Esto, junto con una mayor expectativa de un *soft landing*, ha dado soporte para extender el rally accionario; las acciones estadounidenses han subido en 6 de los últimos 7 meses. Las acciones tecnológicas volvieron a liderar, con el Nasdaq subiendo ~4% en el mes, aunque se comienza a diluir la concentración del rally en las 7 magníficas<sup>1</sup> y empieza a permear a otros sectores y estilos rezagados. En ese sentido, por tamaños, acciones como las *small caps* ganaron en torno a 6%.

Las ganancias accionarias han encarecido las valorizaciones. Si bien las acciones del S&P500 transan a una razón P/U  *fwd*. en torno 21, en línea con el promedio de 5 años, las acciones de estilo *growth* lucen caras y las *value*, más bien justas. Mientras, las *small caps* poseen mayor atractivo transando bajo el promedio y con rezago a pesar del buen *momentum* de los últimos dos meses.

Respecto al sector corporativo, se revierte la tendencia y se corrige al alza la estimación de utilidades para 2023 (1.6% desde 1.3% el mes pasado). Las utilidades serán impulsadas principalmente por los sectores de consumo discrecional y servicios comunicacionales. Al 7 de agosto ha reportado un 85% de las empresas del S&P500, con una contracción de utilidades, que sería la mayor desde el inicio de la pandemia. Hacia adelante, las utilidades comenzarían a recuperarse y crecerían casi nada en el 3er trimestre y cerca de 7% en el último trimestre del año.

Por el lado económico, el *momentum* es positivo y al alza, y el escenario de *soft landing* luce cada vez más probable. El FMI aumentó su expectativa de crecimiento para este año desde 1.6% a 1.8%; el país tendría el mayor crecimiento dentro de economía desarrolladas. En julio se crearon 187 mil nuevos puestos de trabajo (vs. 200 mil esperados) y la tasa de

<sup>1</sup> Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla y Alphabet.

desempleo cayó a 3.5%. Los salarios subieron 4.4% interanual, igual ritmo que el mes anterior. Por su parte, el indicador líder PMI de manufacturas se ubica en 49 pts., mientras el de servicios en 52, aunque con tendencia a la baja.

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. De esta forma, junto con salarios que no muestran señales de ceder, el Fed decidió en julio subir la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.50%, en lo que sería la última alza del ciclo contractivo. El mercado anticipa hasta 5 recortes en 2024, comenzando en marzo, lo que parecería exagerado. De esta forma, esperamos que las tasas se mantengan en niveles elevados por un tiempo más prolongado de lo que proyecta el mercado.

En el inicio de agosto se ha observado un *sell off* (venta masiva de activos) debido a la rebaja en la calificación crediticia de Fitch desde el grado máximo AAA a AA+ advirtiendo un creciente deterioro fiscal. El *downgrade* no era esperado debido a que el país emite deuda en su propia moneda y es difícil un default como tal, pero la curva de tasas se empujó con caídas en tramos cortos y alza en los largos. A lo anterior también se suma la rebaja de Moody's a bancos de pequeña y mediana capitalización, que continuó presionando el precio de los activos de riesgo, pero que ante el deterioro de las perspectivas económicas provocó caídas en las tasas de interés.

Vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, elevada volatilidad de las tasas de interés y valorizaciones que han ido perdiendo atractivo nos llevan a mantener **cautela en las acciones americanas *growth y value***. Sin embargo, reconociendo que hay un buen *momentum* accionario y económico, **se lleva a *overweight* acciones *small caps*** dadas valorizaciones atractivas y perspectivas de consolidación de la rotación hacia estilos/sectores rezagados.

## **JAPÓN: Se mantiene la sobre exposición en acciones japonesas**

Los datos económicos reportan prácticamente en línea con los estimados, el consumo y la confianza de los hogares sigue sorprendiendo al alza, aunque la producción industrial queda rezagada. Las exportaciones decepcionan, pero logran superar el mes previo; en caminos opuestos, a la vez que los envíos a China se contraen en términos interanuales, los de EE.UU. se aceleran. Por su parte, PMIs de manufacturas y servicios retrocedieron en julio, con el registro de manufacturas bajo 50 pts.

La sorpresa este mes la dio el Banco de Japón con su decisión de flexibilizar la política de control de la curva de tasas de interés (YCC, por su sigla en inglés). En la reunión de política monetaria de julio se elevó el rango en que flota la tasa soberana de 10 años desde 0.5% a 1%. La internalización de la noticia llevó al yen a apreciarse 1.4% durante julio, de todas formas, la apreciación fue modesta y el yen continúa siendo una de las monedas más depreciadas dentro de países desarrollados en lo corrido del año (~8%). Más allá del cambio en el YCC, no se vislumbran en el corto/mediano plazo cambios en la política monetaria expansiva. En junio la inflación se ubicó en 3.3% interanual y la medida subyacente en 4.2%, en lo que estaría siendo el *peak* de este ciclo.

A nivel accionario, el MSCI Japón quedó rezagado en julio y subió USD 2.8%, con el Nikkei ganando 1.5%. Si bien las acciones japonesas han tenido un buen *momentum* en los últimos 6 meses, con un retorno similar a pares globales en lo corrido del año, aún se mantiene el rezago de largo plazo. Las valorizaciones que se habían venido encareciendo, vuelven a transar bajo los promedios, tanto la razón P/U  *fwd.* en términos absolutos como relativo a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades del segundo trimestre sorprenden positivamente en todos los sectores y en 2023 crecerían 6%, 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 significativas entradas de los flujos a fondos e ETFs.



Así, se decide **mantener el overweight la posición en acciones japonesas** a pesar del estancamiento en la sorpresa económica. La decisión se sustenta en el buen *momentum* accionario y corporativo, valorizaciones que vuelven a lucir aliviadas y a las reformas estructurales que darán soporte de más largo plazo al mercado.

## **OW ACCIONES EMERGENTES: Se mantienen posiciones: OW América Latina, neutral Asia emergente, incluyendo China y UW EMEA**

Las acciones asiáticas lideraron las alzas de julio y entre ellas destacó China. Al gobierno le habría quedado claro que, para lograr sus objetivos geopolíticos, el crecimiento es indispensable, lo que generó nuevas medidas para incentivar el consumo y se esperaría una actuación más contundente en este sentido, pero no necesariamente suficiente. En América Latina, se materializó el comienzo de los recortes de tasas de referencia, lo que da impulso a los activos de riesgo. Por su parte, en EMEA, se mantiene la subexposición por mayores presiones inflacionarias, retraso en el ciclo monetario y razones políticas.

## **AMÉRICA LATINA: Se mantiene el overweight**

En julio comenzaron a materializarse los primeros recortes en las tasas de los bancos centrales, impulsando los mercados accionarios de la región. Tanto el Banco Central de Chile como de Brasil, llevaron a cabo recortes más agresivos que los esperados por el mercado, dando un giro en su sesgo de política monetaria. Por otro lado, las valorizaciones mantienen atractivo, transando bajo promedios históricos y con un descuento relevante en comparación al resto de países emergentes. Además, la región se favorece de tendencias estructurales que dan soporte a los activos de riesgo, como el precio de *commodities*, que se beneficia de una mayor demanda por la transición energética, junto al *nearshoring* o tendencia de desglobalización, que favorece principalmente a México. En este contexto, se decide **mantener la sobreexposición en Latinoamérica**.

En **Brasil**, el Banco Central comenzó con su ciclo de recorte de tasas de interés en su reunión de agosto, bajando la tasa Selic en 50 pbs. hasta 13.25%, y sorprendiendo al mercado que esperaba un recorte de 25 pbs. El mercado proyecta que la tasa se ubicará bajo 12% al cierre del año, lo que estaría en línea con la inflación que ha continuado cediendo, ubicándose en junio dentro del rango de tolerancia del Banco Central por segundo mes consecutivo, en 3.2% anual. El PMI de manufacturas de julio mejoró hasta 47.8 pts., pero aún en terreno de contracción, mientras que el de servicios se mantuvo en terreno de leve expansión en 50.2 pts. La resiliencia del mercado laboral ha sido una señal de que la economía mantiene tracción, con una tasa de desempleo que llegó en junio a 8%, alcanzando mínimos desde 2022, y una creación de empleo que también sorprendió. Así, el FMI corrigió al alza la proyección de crecimiento para este año hasta 2.1% (+1.2 pp.). En el plano político, se terminó el receso legislativo con la llegada de agosto, y durante lo que queda del año se discutirá el presupuesto de 2024 y las propuestas para aumentar la recaudación fiscal, en línea con la meta de eliminar el déficit fiscal el próximo año. Al respecto, el gobierno declaró que ingresará el primer paquete de medidas para aumentar la recaudación fiscal durante este mes, que tiene una alta probabilidad de ser aprobada, mientras que la segunda parte de la reforma tributaria será ingresada más adelante. A su vez, la reforma administrativa será discutida luego de que se aprueben las medidas impositivas. El gobierno ha demostrado su compromiso con la responsabilidad fiscal, anunciando medidas como el congelamiento de las contrataciones públicas. Con respecto a las variables de mercado, las valorizaciones transan con descuento histórico, tanto P/U  *fwd.* como Precio/Valor Libro (P/VL). Si bien en el último mes no se ve una pronunciada entrada de flujos de inversión al principal ETF del país, el comienzo del ciclo de recortes de tasa de referencia le da soporte al mercado accionario, que además se encuentra rezagado con respecto a sus pares de América Latina. En este contexto, se mantiene el **OW en acciones brasileñas**.

La actividad económica de **México** siguió sorprendiendo, y el PIB del segundo trimestre se expandió 3.7% anual, manteniendo la velocidad del trimestre anterior. En julio, los IMEF de manufacturas y no manufacturero siguen sugiriendo expansión económica, ubicándose en 51.8 y 51.7 pts. respectivamente. El mercado laboral también evidencia esta resiliencia económica, con la tasa de desempleo de junio bajando hasta 2.7% y agregando más de 400 mil empleos. Estas sucesivas sorpresas llevaron al FMI a corregir las perspectivas de crecimiento para este año hasta 2.6% (0.8 pp. más que su proyección de abril). Este positivo desempeño ha sido apoyado por un nivel de remesas que se mantiene elevado, en USD 5,600 millones en junio, creciendo un 8.3% anual y ubicándose por cuarto mes consecutivo sobre los USD 5 mil millones. La inflación de junio fue 5.1% anual, manteniendo su tendencia a la baja y se espera que la de julio se ubique en 4.8% en doce meses. Con esto, el mercado proyecta que Banxico mantendrá la tasa de referencia en su reunión de agosto en 11.25%, y se retrasa la proyección del ciclo de inicio de recortes para diciembre. 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. En este contexto, el Consejo Coordinador Empresarial de México proyecta que, en 2023, México reciba más de USD 40 mil millones en inversión extranjera. Con respecto a la política, los ánimos se mantienen tranquilos y la discusión en torno a las elecciones de 2024 y sus posibles candidatos ha sido la protagonista, liderando en las encuestas por el Frente Amplio Xóchitl Gálvez, y la ex jefa de gobierno de la Ciudad de México, Claudia Sheinbaum, por Morena. Por el lado corporativo, los reportes del segundo trimestre mostraron crecimiento tanto de ventas como utilidades, a diferencia del resto del mundo. La razón P/U *fwd.* transa casi 1 desviación estándar bajo su promedio de 5 años, manteniéndose atractiva a pesar de la positiva rentabilidad del índice accionario en lo corrido del año. A su vez, destaca la proyección de crecimiento de utilidad para este año dentro de países emergentes, superando el 20%. Con respecto a los flujos de inversión, continuaron las entradas netas en el último mes al principal ETF. México cuenta con soporte estructural por el *nearshoring*, mientras que factores de mercado y económicos apoyan la inversión, por lo que se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el Banco Central comenzó con el recorte de tasas de referencia (TPM), sorprendiendo al mercado y bajando la tasa en 100 pbs. hasta 10.25% en su reunión de julio. Esto, da un impulso a los activos chilenos y a la actividad económica. Esta última se contrajo un 1.0% anual en junio, en tanto el mercado esperaba un deterioro más pronunciado. La caída de la actividad económica ha cooperado con la menor inflación, que anotó en julio un 6.5% en doce meses, continuando con su senda de convergencia. Así, las proyecciones de inflación se han corregido a la baja para el cierre del año, y el mercado internaliza que la TPM termine el año en torno a 7.00%. En el plano político, continúa el avance del proceso constitucional, con algo más de ruido, pero cumpliendo los plazos. El gobierno presentó el pacto fiscal que llevaba meses negociando con distintos grupos políticos que viene a reemplazar en cierta medida la reforma tributaria cuya idea de legislar se rechazó en marzo. El ejecutivo declaró que el proyecto que incluirá las alzas tributarias no se ingresará hasta marzo del próximo año, descartando el debate político en el corto plazo. Con respecto a la reforma previsional, se suspendió la mesa técnica y el gobierno se planteó un nuevo cronograma. El avance en esta materia seguiría a paso lento y sin propuestas refundacionales al sistema. 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. Además, continúa la entrada de flujos a fondos e ETFs en el último mes. Así, en un contexto de ciclo de recortes de política monetaria, incertidumbre política que se mantiene acotada y valorizaciones atractivas, se decide **mantener una sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia**, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 13.25% en su reunión de julio, en línea con lo que esperaba el mercado y en un escenario en que la inflación sigue cediendo, proyectándose para julio una tasa de 11.6% anual, continuando en la senda de convergencia desde el máximo que alcanzó en marzo de este año. La inflación se mantiene dentro de las más altas de la región, a pesar del magro desempeño económico que ha mostrado, con una actividad que se expandió 0.7% anual en mayo. Por su parte, la tasa de desempleo sí sorprendió, bajando hasta 8.8% en



junio, mostrando una disminución significativa desde el 11.2% del mes de mayo y volviendo a niveles de 1 dígito. Cabe destacar que el peso colombiano ha sido de los que más se ha apreciado de la región en lo que va del año (~20%). Por el lado político, el presidente Gustavo Petro ha continuado perdiendo aprobación, con la última encuesta de Invamer mostrando que el 61% de la población desapueba su gestión. A esto, se suma el lío de dineros ilícitos en el que se vio inmerso su hijo, Nicolás Petro, quién admitió que parte de ellos fueron usados en la campaña presidencial de su padre, pero que este último no estaba al tanto. El Congreso determinará si es necesario avanzar en un juicio y si el presidente sigue en su cargo. Por otro lado, el 20 de julio se retomó la actividad legislativa, recordando que las reformas de salud y pensiones del ejecutivo tienen aún 3 debates pendientes. En este contexto y a un año de asumir la presidencia, Petro declaró “no estar obsesionado con las reformas”, priorizando cambiar las relaciones políticas en Colombia. Lo anterior, junto con la pérdida de capital político del mandatario y las declaraciones de su ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, reiterando el compromiso con la regla fiscal, de cierta forma disminuyen la incertidumbre política en torno a que Petro impulse a como dé lugar reformas refundacionales, sin contar con el apoyo en el Congreso. Respecto a las variables de mercado, las acciones colombianas continúan transando con descuento con tanto las razones P/U *fwd.* como P/VL ubicándose cerca de 1 desviación estándar bajo sus promedios de 5 años. Por su parte, las proyecciones de utilidades continúan corrigiéndose a la baja, pero en el último mes se ven entradas de flujos de inversión netas al principal ETF por ~5% del total de los activos gestionados. Así, en un contexto de valorizaciones atractivas, y con el poder ejecutivo que continúa perdiendo capital político, de cierta forma descartando decisiones políticas radicales, se decide **neutralizar el *UW* que se traía en acciones colombianas.**

En **Perú** la actividad económica de mayo volvió a decepcionar, contrayéndose 1.4% anual, con el sector pesquero cayendo más de un 70%, y llevando a las proyecciones de crecimiento para este año a corregirse sucesivamente a la baja. Sin embargo, la inflación continuó cediendo y se ubicó en julio en 5.9% anual. En este contexto, el Banco Central ha mantenido estable la tasa de referencia desde febrero de este año en 7.75% y comenzaría a recortarla en el cuarto trimestre de este año, aun cuando hay proyecciones que apuntan a la reunión de política monetaria de septiembre. En el contexto político, la presidenta Dina Boluarte dio un discurso en el marco de la celebración de la independencia, en el que llamaba a un pacto de reconciliación, pidiendo perdón por las víctimas de las protestas. Además, el poder ejecutivo ha dado un giro hacia políticas más pro mercado, e incluso la encuesta de Ipsos encontró que un 71% de los directores ejecutivos de las empresas más grandes de Perú la apoyaban. El 19 de julio también se conmemoró la Tercera Toma de Lima, en la que miles de personas marcharon en la capital, en un principio de manera pacífica, pero luego aparecieron ciertos focos de violencia y de demostraciones en contra del gobierno. A su vez, se eligió la nueva mesa directiva del congreso, triunfando una coalición de derecha. Con respecto a las valorizaciones, tanto la P/U *fwd.* como la razón P/VL transan bajo sus promedios de 5 años. Así, en un contexto de valorizaciones atractivas y un giro del gobierno hacia políticas más pro mercado, pero aún con turbulencias políticas, se decide **neutralizar el *underweight* que se traía en acciones peruanas.**

Los desbalances macroeconómicos en **Argentina** se siguieron profundizando durante julio. En primer lugar, el índice de actividad económica de mayo se contrajo 5.5% anual, decepcionando al mercado y deteriorándose aún más frente a mayo. A su vez, se siguieron exacerbando las presiones inflacionarias, y la inflación avanzó 115.6% anual en junio. A pesar de los altos niveles, hacia adelante se proyecta que continúe acelerándose y cierre 2023 ~140%, mientras que las proyecciones para el crecimiento económico del año apuntan a una contracción ~3%. Las elecciones continúan siendo el gran tema político; de lo que se sabe de las elecciones provinciales, la coalición Juntos por el Cambio ha sorprendido. A su vez, el 13 de agosto se realizarán las elecciones PASO, y las últimas encuestas le estarían dando un triunfo a Horacio Rodríguez Larreta por Juntos por el Cambio y a Sergio Massa por Unión por la Patria. Por su parte, Javier Milei obtendría ~19% de los votos, lo que es significativo, pero no contaría con representación significativa en el congreso o gobiernos provinciales. Con respecto al acuerdo con el FMI, Argentina no ha recibido desembolsos en julio ni lo que va de agosto,

pero sí hizo los pagos. El FMI publicó en su página web que Argentina accederá a USD 7.5 mil millones adicionales, sujeto a ciertas condiciones. En caso de no cumplirse esas condiciones, el financiamiento de Argentina se dificulta, considerando que el acceso a yuanes con el swap que mantiene con China, debe ser aprobado por el gobierno chino. En este escenario de desbalances macroeconómicos que se exacerban y una ocupada agenda de elecciones políticas, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

## **CHINA: Se mantiene la posición neutral**

Los datos económicos de China han seguido decepcionando; el PMI de manufacturas bajó a terreno contractivo en julio (menos de 50 pts.) y el índice de sorpresa económica sigue reflejando datos decepcionantes. Las alzas en los precios accionarios más allá del positivo *momentum* global de julio, fueron producto de las medidas de estímulos económicos que se anunciaron, bajas valorizaciones y que las salidas de los inversionistas al mercado chino habría tocado fondo.

Tal como lo mencionamos, el gobierno chino comenzó a tomar medidas para apoyar el crecimiento económico, ya que los datos han seguido decepcionando. El mes pasado se lanzó un plan para incentivar la inversión privada en servicios básicos e infraestructura (transporte, aguas y energía limpia), así como en manufactura y agricultura, lo que implica inversión por casi USD 500 mil millones. Asimismo, se anunciaron planes para incentivar las compras de viviendas, bienes durables y automóviles, tanto en zonas urbanas como rurales. Además, se flexibilizó los plazos de pagos de deuda para desarrolladores inmobiliarios, se dieron luces respecto que se permitiría a las personas renegociar sus deudas y estarían por flexibilizar la autorización de las restricciones de compras de viviendas en grandes ciudades. Por el lado regulatorio, se permitirá a las compañías endeudarse con entidades extranjeras, y se publicaron medidas que llaman a mejorar las condiciones y bajar barreras de entrada de mercado para empresas privadas, que reciban el mismo trato que las públicas y que se tendrá en cuenta la opinión del empresariado para el diseño de políticas. Finalmente, el Banco Popular de China bajó sorpresivamente una de las tasas de interés de referencia para proveer también mayor estímulo monetario.

Las valorizaciones de las acciones chinas, a pesar de las alzas del mes pasado, siguen en niveles atractivos, con la P/U *fwd*. en menos de 12 veces, que se compara favorablemente con el promedio histórico de casi 14 veces. Por su parte, las utilidades corporativas registrarían un crecimiento de 15% este año y 14% el próximo, por encima del universo emergente y del resto de economías de Asia también. Las salidas de flujos del mercado accionario se han atenuado. Sin **embargo, se mantiene la posición neutral en acciones chinas** como un todo (selectivamente existirían oportunidades), dada la escasa predictibilidad regulatoria y el riesgo geopolítico (potenciales efectos de eventos de esta naturaleza en el mercado).

## **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene NEUTRAL**

Las acciones Asia Emergente ex China subieron en julio (+3.5% en USD), menos que las alzas de las chinas, pero en diferentes magnitudes por países. El sudeste asiático se vio favorecido por el regreso del turismo.

**Se aumenta de neutral a *overweight* las acciones indias.** El mercado accionario indio fue de los pocos que subió en junio, y en julio siguieron las alzas. Este país se ve beneficiado estructuralmente por el *friendshoring* (traslado de centros de producción norteamericanos y aliados desde China a otros países) y se mantiene el *momentum* económico con los indicadores de actividad PMI en terreno ampliamente expansivo. Cabe recordar que en junio 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. En su actualización de julio el FMI subió la estimación de crecimiento de este año para la economía india de 5.9% a 6.1%. La resiliencia económica y actividad dinámica mantienen a la inflación de este país en casi 5% anual, sobre la meta de 4%, por lo que el Banco Central mantiene la tasa de referencia en 6.5% con una postura

restrictiva, sin señales que la subiría más, por el momento. A pesar de que las valorizaciones están alrededor de su promedio histórico (con una P/U *fwd.* de casi 23 veces) estos altos niveles son una constante en el mercado de dicho país y el sector corporativo en cuanto a crecimiento estimado de utilidades destaca con un 21% para este año.

**Se mantiene en neutral las acciones surcoreanas.** En términos de la actividad económica, a pesar de que el PMI se mantiene en terreno de desaceleración económica, se vio menor caída del ritmo, y el gobierno se muestra comprometido con el apoyo a la recuperación. La inflación está cediendo, tanto en la medida general (2.3% anual) como en la subyacente (3.3%), aunque aún le queda para llegar a la meta de 2% y no se anticipa que el Banco Central la baje las tasas antes de fines de este año. Por el lado de factores menos optimistas, la economía sigue mostrando datos poco auspiciosos, sobre todo en el sector externo, donde las exportaciones se contraen en más de 15% anual y las importaciones lo hacen más de 25%. A ello se suma que las valorizaciones no se ven atractivas, más de 15 veces P/U *fwd.* cuando el promedio de dicha métrica es de 12 veces, en un contexto en que se estima las utilidades corporativas caerían más de 35%. No obstante, se estima un crecimiento de éstas de casi 70% para 2024.

**Se baja de neutral a *underweight* las acciones de Taiwán.** La actividad económica se mantiene en terreno recesivo sin perspectivas de un catalizador que cambie la tendencia por el momento. El hecho que la economía esté en una recesión técnica hizo que el Banco Central de ese país detuviera las alzas de la tasa de interés. Aunque la inflación general está en torno a la meta (1.8% vs. 2% anual, respectivamente) la medición subyacente se mantiene en 2.6%. Las bajas de las exportaciones y la desaceleración china han afectado especialmente a Taiwán, principal exportador de semiconductores del mundo. Las acciones taiwanesas se ven caras con un nivel de razón P/U *fwd.* de casi 19 veces por encima de su promedio histórico de alrededor de 15 veces, con perspectivas de fuertes caídas en las utilidades corporativas este año y corrigiéndose a la baja.

**Se aumenta la posición en Indonesia de neutral a *overweight*.** La economía muestra un *momentum* positivo con el ritmo de expansión acelerándose, el PMI de manufacturas registra aumentos consecutivos en los últimos tres meses y en terreno expansivo. Por su parte la reapertura global dio un impulso importante al turismo en el país, apoyando la actividad. A su vez, la inflación se acerca a la meta del Banco Central (+/- 3%), tanto en su nivel general como en el subyacente. Las valorizaciones de las acciones de e Indonesia están en una P/U *fwd.* de 14.5 veces, por debajo de su promedio histórico de casi 16 veces y con estimados de crecimiento de utilidades de casi 25% este año. Finalmente, la política pasa por un momento de estabilidad.

### **EMEA: Se mantiene posición *underweight***

La región se encuentra en el ciclo de política monetaria más atrasada de los países emergentes, con bancos centrales que recién frenaron el ajuste monetario, mientras que en Turquía todavía quedan alzas pendientes. Con respecto al precio del petróleo, la tendencia al alza de julio podría revertirse en agosto ya que la menor producción ya estaría internalizada, la actividad china puede seguir decepcionando e incluso ante ataques ucranianos a infraestructura petrolera rusa, el precio del crudo no ha reaccionado de manera significativa. A su vez, se mantiene la incertidumbre política en algunos países del bloque. Por lo anterior, **se decide mantener el *UW* la posición neutral en EMEA.**

El rand **sudafricano** continuó apreciándose en julio, de la mano de una mayor fortaleza de los *commodities*, lo que impulsó el desempeño del mercado accionario en dólares. Durante el mes, los cortes de suministro eléctrico fueron menos frecuentes, lo que también apoyó al mercado. Sin embargo, en lo más reciente han aumentado las tensiones políticas con miras a las elecciones generales del próximo año; un político de extrema izquierda emitió comentarios racistas en un evento con más de 100 mil personas. Lo fraccionada de la política sudafricana llevó al gobierno a escribir un marco para

guiar cómo las coaliciones de gobierno deben ser constituidas y operar. Con respecto al *momentum* económico, el PMI de manufacturas se profundizó en terreno contractivo en julio hasta 48.2 pts. Por su parte, el Banco Central sorprendió al mercado y detuvo el ajuste monetario en su reunión de julio, pero aún retrasado en el ciclo monetario con respecto a pares emergentes y no se esperan recortes al menos hasta el primer trimestre del próximo año. Las valorizaciones (tanto P/U  *fwd.* como P/VL) transan en torno a sus promedios de 5 años, sin evidenciar atractivo, mientras que las proyecciones de utilidades para este año se siguen corrigiendo a la baja. Además, en el último mes se observaron salidas netas de flujos de inversión del principal ETF del país por ~8% del total de los activos gestionados. En este contexto, **se mantiene la subexposición en acciones sudafricanas.**

En **Turquía**, las señales económicas se mantienen débiles. El PMI de manufacturas de julio bajó a terreno contractivo hasta 49.9 pts., de la mano de precios de insumos que se aceleran y las nuevas órdenes caen por primera vez en 5 meses. En este contexto, la inflación de julio se aceleró hasta 47.8% anual, mientras que el registro subyacente avanzó un 56.1%. En la medida que las presiones inflacionarias se aceleran, el Banco Central respondió en su reunión de julio con un alza en la tasa de referencia de 250 pbs., llevándola hasta 17.5%, haciendo un ajuste más acotado del que esperaba el mercado dado los elevados niveles de inflación (+350 pbs.). En este contexto, la autoridad monetaria más que duplicó sus proyecciones de inflación para el cierre de este año hasta 58%. Si bien no se puede negar un giro hacia el pragmatismo en las decisiones políticas, las señales son insuficientes para cerrar la subexposición en acciones turcas. Además, la lira turca se ha depreciado más de un 40% en lo corrido del año, y continúa en dicha senda. Por el lado de las valorizaciones, tras el desempeño de julio comenzaron a transar levemente sobre sus promedios históricos de 5 años. Por su parte, en el último mes continúa la salida neta de flujos de inversión del principal ETF por ~13% del total de los activos gestionados. En resumen, se exacerban las presiones inflacionarias, el Banco Central mantiene su sesgo contractivo, la economía no genera tracción y las valorizaciones lucen ajustadas, por lo que se decide **augmentar 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 continuó deteriorándose en julio, con los PMIs de manufacturas de los tres países manteniéndose en terreno contractivo. A su vez, solo la inflación de República Checa se encuentra bajo un dígito, mientras que las otras dos economías mantienen niveles de inflación de dos dígitos. Si bien todas ceden, esto limita el espacio para que los bancos centrales puedan comenzar en el corto plazo con el recorte de tasas, lo que el mercado descarta hasta al menos el próximo año. Si bien las valorizaciones transan bajo su promedio de 5 años, el deteriorado *momentum* económico y las presiones inflacionarias nos llevan a mantener la subexposición en acciones de economías C3.

El PMI de manufacturas de **Arabia Saudita** se desaceleró en julio hasta 57.7 pts., el nivel más bajo desde diciembre de 2022, siendo la pérdida de *momentum* de los nuevos pedidos el principal factor detrás. La inflación cayó marginalmente en junio a 2.7% anual, y no se han visto las presiones inflacionarias del resto del mundo. El PIB del segundo trimestre creció 1.1% anual (vs. 3.8% el trimestre previo), debido a los recortes de producción del petróleo. Para 2023, el FMI proyecta un crecimiento del PIB de 1.9%, corregido a la baja desde el 3.1% estimado en abril. A principios de agosto, el país confirmó que extenderá sus recortes de producción hasta septiembre, dejando la puerta abierta a que se mantengan el resto del año. A pesar de estos recortes, las menores cifras de actividad de China continuarán presionando el precio del crudo, limitando las alzas. Las valorizaciones transan en torno a sus promedios de 5 años y las proyecciones de utilidades para este año se corrigen a la baja en el último mes. Por último, los reportes corporativos del segundo trimestre muestran caídas tanto de ventas como utilidades mayores al 30% anual, con sorpresas negativas. En un contexto de resiliencia económica y bajas presiones inflacionarias, pero con perspectivas volátiles para el precio del petróleo en el corto plazo y valorizaciones justas, se decide **mantener la posición neutral en acciones saudíes.**

## RENTA FIJA

### **US TREASURIES: se neutralizan posiciones en *treasuries* de 5, 10 y 30 años, manteniendo *underweight* en TIPS**

En línea con lo que esperaba el mercado, en la reunión de política de julio el Fed elevó la tasa de referencia en 25 pbs. El discurso destacó que las decisiones en adelante serán altamente dependientes de los datos y se confirmó que el país estaría evitando la recesión, con un aterrizaje suave como el escenario más probable. El mercado interpretó el mensaje como “*dovish*”, es decir, menos agresivo, y se están internalizando hasta 5 recortes de tasas en 2024. Sin embargo, posterior a la reunión se observó un *bear steepener*, es decir, un movimiento al alza de la curva de tasas en que la subida es mayor en tramos más largos. Este movimiento se acentuó luego del *downgrade* de Fitch. La inversión de la curva en el tramo 2-10 años pasó de -106 pbs. al cierre de junio a -68 pbs. al 7 de agosto, con la curva de tasas experimentando alta volatilidad. Sin ir más lejos, con el anuncio de Moody's rebajando la calificación de bancos americanos las tasas de interés caen con fuerza el 8 de agosto. De esta forma, en un contexto además de baja liquidez debido al verano en el hemisferio norte donde se exageran los movimientos, **se decide neutralizar la posición en *treasuries* en todos los plazos.**

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 2.41% respectivamente, implicando que las expectativas inflacionarias de largo plazo estarían ancladas a la meta del Fed (2%). Dado lo anterior, **se mantiene el *UW* en TIPS** por el anclaje de expectativas y ante señales de convergencia de la inflación.

### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene neutral**

Habríamos llegado al fin del ciclo monetario restrictivo en Estados Unidos, mientras en Europa estaríamos cerca. Quedaría un alza más por parte del BCE y dos en el Reino Unido. A pesar de ello, las tasas se mantendrían elevadas por tiempo prolongado mientras no se asegure la convergencia de la inflación y se observa que en EE.UU. el mercado sobreestima los recortes de tasa el próximo año. *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 **mantener neutral la posición en *Global Investment Grade*.**

### **GLOBAL HIGH YIELD: Se neutraliza desde *underweight***

A pesar del alza de tasas base durante julio, la resiliencia económica de EE.UU. llevó a que los *spreads* se siguieran comprimiendo y con ello la clase de activo rentó positivamente, protegido además por una duración relativamente corta (casi 4 años). En este contexto y a pesar de lo comprimido de los *spreads*, -que se ubican bajo el promedio de los últimos 5 años-, el atractivo nivel del *yield* (~9%), la menor duración relativa a otros activos de la cartera, el buen *momentum* económico de EE.UU. y expectativas de *default* para *US High Yield* que se han mantenido estables a lo largo del año nos llevan a neutralizar Global HY desde *underweight*.

### **DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el *underweight* en bonos soberanos HY y el neutral en soberanos IG. Se reduce el *overweight* en bonos corporativos y *local markets***

Las tasas de interés de países emergentes continúan descorrelacionándose de las tasas de mercados desarrollados. En los primeros ya comenzaron los recortes de tasas, de forma más agresiva de lo esperado en países como Chile y Brasil, mientras en desarrollados no se esperan recortes hasta al menos el segundo trimestre del próximo año. Es así que, la **deuda emergente se mantiene atractiva** no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación en el precio de los bonos ante los recortes en tasas de interés, principalmente en Latinoamérica.



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***, que se beneficiaría de una mayor duración ante la expectativa de caídas en las tasas de interés. Además, la mayor calidad crediticia de la clase de activo ofrece mejor 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 positivas sorpresas económicas 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. Sin embargo, la deuda *High Yield* se mantiene vulnerable a una ampliación de *spreads* debido a que se encuentran bajo los promedios de los últimos 5 años. Por el lado de *local markets*, durante julio las monedas emergentes siguieron fortaleciéndose respecto al dólar, con pocas excepciones, como en Chile por la disminución en el diferencial de tasas vs. EE.UU. En adelante, las monedas de países emergentes tendrían espacio acotado para continuar la senda de apreciación lo que nos lleva a **moderar la posición en deuda en moneda local**.

## EXPOSICIÓN A MONEDAS | AGOSTO 2023

Monedas	Bench.	Julio	Agosto	OW/UW	Cambio	
USD	55.1%	55.7%	55.2%	OW	0.0%	-0.5%
EUR	7.4%	6.0%	5.5%	UW	-1.9%	-0.5%
GBP	1.5%	1.0%	1.0%	UW	-0.5%	
JPY	2.5%	3.3%	3.3%	OW	0.8%	
GEMs	33.6%	34.1%	35.2%	OW	1.6%	1.0%
	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 | JULIO 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%	50%	0%	4.7%	2.3%	2.4%	0.0	0.9
Renta Fija	50%	45%	-5%	0.9%	0.4%	0.4%	9.6	-0.3
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-11.9	
Oro	0%	0%	0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>2.79%</b>	<b>2.77%</b>	<b>-2.4</b>	<b>0.7</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	13.5%	12.0%	-1.5%	2.9%	0.39%	0.35%	2.7	
Europe Small Cap ex UK	1.3%	0.0%	-1.3%	3.7%	0.05%	0.00%	1.3	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	3.3%	0.10%	0.06%	1.4	
US Large Cap Growth	15.8%	15.8%	0.0%	3.3%	0.52%	0.52%	0.0	
US Large Cap Value	14.0%	14.0%	0.0%	3.3%	0.46%	0.46%	0.0	
US Small Caps	3.6%	3.6%	0.0%	5.1%	0.18%	0.18%	0.0	
Japan	4.9%	6.5%	1.6%	3.0%	0.15%	0.20%	-2.7	
<b>Desarrollados</b>	<b>56.0%</b>	<b>53.8%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>1.84%</b>	<b>1.77%</b>	<b>2.7</b>	
LatAm	4.1%	6.1%	2.0%	5.0%	0.21%	0.31%	0.6	
LatAm Small Cap	0.7%	1.7%	1.0%	4.9%	0.03%	0.08%	0.2	
China	12.7%	12.7%	0.0%	10.8%	1.37%	1.37%	0.0	
EM Asia ex China	15.6%	15.6%	0.0%	3.5%	0.55%	0.55%	0.0	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	6.0%	0.24%	0.24%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.9%	6.1%	-0.8%	6.7%	0.47%	0.41%	-1.6	
<b>Emergentes</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>2.86%</b>	<b>2.95%</b>	<b>-0.9</b>	
<b>Equities</b>					<b>4.70%</b>	<b>4.72%</b>	<b>1.9</b>	
Treasuries 5Y	6.0%	6.0%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Treasuries 10Y	11.5%	10.5%	-1.0%	-0.8%	-0.09%	-0.08%	1.7	
Treasuries 30Y	6.6%	6.6%	0.0%	-2.5%	-0.16%	-0.16%	0.0	
US Tips	2.8%	1.5%	-1.3%	0.1%	0.00%	0.00%	1.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.5%	0.0%	1.0%	0.25%	0.25%	0.0	
Global Corporate HY	4.3%	3.6%	-0.7%	1.5%	0.07%	0.06%	-0.5	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>57.7%</b>	<b>54.7%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.07%</b>	<b>0.07%</b>	<b>2.2</b>	
EM Sovereign IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.3%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Sovereign HY	5.5%	4.0%	-1.5%	3.4%	0.19%	0.14%	-3.8	
EM Corporate IG	3.6%	5.3%	1.7%	0.4%	0.02%	0.02%	-0.7	
EM Corporate HY	5.0%	6.5%	1.5%	0.8%	0.04%	0.05%	-0.1	
EM Local Markets	23.2%	24.5%	1.3%	2.3%	0.54%	0.57%	1.9	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>42.3%</b>	<b>45.3%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.81%</b>	<b>0.80%</b>	<b>-2.8</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.88%</b>	<b>0.87%</b>	<b>-0.6</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001

Datos al 31 de julio 2023

Al cierre de julio el TAACo Global tuvo una ganancia de 2.8%, prácticamente en línea con el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos restó valor por la mantención de caja en un mes en que continuó el rally accionario y en que, a pesar de la subida de tasas de interés, la compresión de *spread* llevó a que los bonos rentaran positivo. (ii) La selección de instrumentos fue marginalmente positiva, en acciones la subexposición Europa y Reino Unido junto con el largo en LatAm, más que compensaron la posición larga en Japón y corta en EMEA. En renta fija la selectividad fue negativa, principalmente por la subexposición en bonos soberanos emergentes de menor calidad crediticia.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.8%	3.5%	9.2%	7.0%	2.9%	3.1%	3.9%	5.0%	10.1%
Benchmark	2.8%	3.9%	9.5%	6.7%	1.1%	2.3%	3.1%	3.7%	9.8%
Out/Under perf. (bps)	-2	-39	-30	30	177	85	81	134	
<b>Acciones</b>	<b>4.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>14.8%</b>
Benchmark	4.7%	8.0%	15.2%	11.7%	6.3%	4.2%	5.0%	3.2%	14.7%
Europe ex UK	2.9%	1.1%	16.2%	19.0%	7.3%	3.5%	3.7%	2.8%	19.8%
Europe Small Cap ex UK	3.7%	0.1%	10.7%	8.7%	4.9%	1.6%	5.8%	7.1%	23.6%
UK	3.3%	-0.5%	9.6%	8.5%	9.0%	-0.8%	-0.5%	0.5%	19.2%
US Large Cap Growth	3.3%	16.4%	40.1%	18.0%	11.7%	15.4%	15.2%	--	22.3%
US Large Cap Value	3.3%	4.3%	3.8%	4.8%	10.5%	5.1%	6.1%	3.9%	17.8%
US Small Caps	5.1%	11.8%	14.0%	7.9%	12.7%	5.9%	8.1%	8.1%	23.8%
Japan	3.0%	9.1%	15.1%	12.6%	5.2%	1.5%	3.5%	1.7%	16.0%
<b>Desarrollados</b>	<b>3.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>18.9%</b>
LatAm	5.0%	14.9%	20.4%	20.4%	7.4%	-1.1%	-2.1%	4.6%	30.0%
LatAm Small Cap	4.9%	21.5%	29.8%	32.2%	8.1%	1.5%	-2.6%	6.8%	35.1%
China	10.8%	5.4%	4.7%	1.8%	-9.9%	-2.8%	3.7%	7.7%	27.0%
EM Asia ex China	3.5%	9.6%	14.5%	10.0%	9.2%	6.5%	6.7%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	6.0%	10.7%	15.8%	12.7%	10.2%	4.2%	4.2%	7.1%	20.4%
EM Europe and Middle East	6.7%	5.0%	6.3%	1.9%	-1.2%	-5.5%	-4.1%	2.4%	21.0%
<b>Emergentes</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>18.9%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.9%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.2%</b>
Benchmark	0.9%	-0.1%	4.0%	1.6%	-4.1%	0.0%	0.9%	3.5%	6.2%
Treasuries 5Y	0.1%	-2.3%	0.7%	-3.9%	-4.2%	0.6%	0.7%	3.1%	4.5%
Treasuries 10Y	-0.8%	-3.4%	0.9%	-7.6%	-7.6%	0.3%	0.9%	3.5%	7.8%
Treasuries 30Y	-2.5%	-5.1%	0.8%	-15.6%	-16.8%	-2.0%	1.3%	4.4%	16.3%
US Tips	0.1%	-1.4%	2.0%	-5.4%	-0.8%	2.6%	2.0%	4.4%	6.0%
Global Corporate IG	1.0%	-0.2%	4.5%	0.2%	-4.5%	0.6%	1.5%	4.2%	8.4%
Global Corporate HY	1.5%	2.1%	7.0%	6.6%	0.7%	2.4%	3.6%	6.7%	9.9%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>0.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-5.0%</b>				
EM Sovereign IG	0.3%	-0.5%	3.7%	0.2%	-5.4%	1.0%	2.6%	5.7%	9.2%
EM Sovereign HY	3.4%	7.4%	8.1%	13.0%	-0.1%	0.1%	2.3%	7.2%	14.6%
EM Corporate IG	0.4%	0.3%	3.7%	2.2%	-3.0%	1.6%	2.7%	--	6.2%
EM Corporate HY	0.8%	1.1%	2.8%	7.4%	-2.1%	1.3%	3.6%	--	10.7%
EM Local Markets	2.3%	1.6%	5.7%	6.0%	-0.1%	1.1%	0.1%	--	10.6%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-1.9%</b>				
<b>Caja</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.5%</b>
<b>Oro</b>	<b>3.1%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>8.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>14.1%</b>

\* 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 aquéllas expresadas en el presente informe.