

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Mayo	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.2%	2.0%	2.7%	10.8%	-0.9%	4.3%	3.5%	5.0%	10.4%
Benchmark	2.3%	2.0%	2.8%	11.2%	-1.8%	3.6%	2.7%	3.7%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-14	-6	-7	-42	95	76	73	129	
Acciones	2.8%	3.6%	6.3%	18.5%	-0.1%	7.2%	4.8%	3.9%	15.2%
Benchmark	3.0%	3.8%	6.6%	18.6%	0.0%	7.2%	4.6%	3.4%	15.1%
Renta Fija	1.6%	0.3%	-0.9%	3.9%	-3.5%	0.0%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	1.6%	0.3%	-0.9%	4.1%	-3.9%	-0.4%	0.5%	3.5%	6.5%
Caja	0.5%	1.4%	2.3%	5.5%	3.0%	2.1%	1.5%	1.5%	0.6%
Oro	1.8%	14.7%	13.0%	19.5%	7.3%	12.6%	6.5%	9.9%	14.3%

Resultados al 31 de mayo de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## ÍNDICE

Momentum de mercado: ¿Hasta cuándo? ..... 1

Asignación de activos .....3

Resultados TAACo Global Mayo 2024 ..... 16

Desempeño histórico ..... 17

## Momentum de mercado: ¿Hasta cuándo?

A pesar de las altas valorizaciones que se aprecian para las acciones estadounidenses, el *momentum* y confianza de mercado siguen firmes al comenzar el período de vacaciones en el hemisferio norte, donde operan las bolsas más importantes del mundo. Ello implica en general menores volúmenes transados y una mayor predominancia de los datos macro por sobre los corporativos. En lo corrido del año, el *driver* del rally en los mercados ha sido dominado por dicho *momentum*, más que por otras variables. De ahí surge la pregunta de cuánta tracción le queda a éste, si se está convirtiendo en complacencia y hasta qué niveles son razonables ciertas valorizaciones.

¿Qué hay más allá de las altas valorizaciones que se ven en ciertas acciones? Las alzas accionarias han estado lideradas y concentradas en pocas acciones, todas ellas ligadas al sector tecnológico/digital y más recientemente al boom de la Inteligencia Artificial. De ahí se acuñó el apodo de las “7 magnificas” (Apple, Microsoft, Alphabet, Nvidia, Meta y Tesla), entre las que en los meses recientes algunas se desacoplaron y otras siguieron aumentando en precio y, además, mostrando resultados al primer trimestre de este año sólidos, con fundamentos que los respaldan y por encima de lo esperado por el mercado (Nvidia).

También ha ocurrido, en los resultados corporativos, que entre las empresas del S&P 500, no sólo las tecnológicas sino todos los sectores sorprendieron positivamente. Surge otras preguntas más: ¿seguirán las utilidades con este dinamismo?, ¿cuánto de ello está ya incorporado en los precios y permeará a todos los sectores? Por otro lado, existen mercados de otras regiones, países y subclases accionarias que están rezagados y con valorizaciones en niveles razonables/attractivos.

En lo que se refiere a la actividad económica en Estados Unidos, datos recientes muestran un menor dinamismo de la economía (como empleo y sector inmobiliario). Sin embargo, aunque el escenario que estamos viendo se consolida es el de *un soft landing* o aterrizaje suave, los datos

Incertidumbre respecto de continuación del rally de cara al verano en el hemisferio norte

Las alzas accionarias siguen lideradas y concentradas por pocas acciones

¿Cuánto de los reportes corporativos está incorporado en los precios?

Se está consolidando el escenario de *soft landing*

de actividad e inflación son mixtos y no permiten aún concluir el comienzo del fin de la política monetaria restrictiva. Además, el nivel de la sensibilidad de las tasas de interés y las expectativas respecto de bajas de éstas es altísimo y sigue generando una alta vulnerabilidad en el mercado de bonos.

Muestra de ello es que a principios de este año se esperaban 6 recortes (de 25 pbs cada uno) en la tasa de interés de referencia estadounidense (*Fed Funds Rate*, actualmente en 5.5%), indicador que actualmente se sitúa entre sólo 1-2 dos recortes de acá a fin de año. Detrás de ello está una inflación “obstinada” que resultó complicada de bajar. Actualmente ésta asciende a 3.4% en doce meses (fines de abril), ciertamente muy por debajo del *peak* anual de más de 9% de hace dos años (junio 2022), aún queda para que se acerque al 2% deseable de largo plazo.

En China mantenemos una posición constructiva como una alternativa táctica en acciones. Se observa una postura pragmática de parte de las autoridades respecto de la necesidad de crecimiento económico. Además, éste se viene corrigiendo sistemáticamente al alza para 2024 y sería de casi 5%. Los estímulos monetarios y fiscales siguen en curso (aunque es necesario que éstos sean más contundentes) y las autoridades en general están siendo muy vocales en cuanto a declaraciones respecto de crecimiento, productividad, gobierno corporativo y otros.

Si bien para el segundo semestre aumentarían el riesgo político y geopolítico (por las elecciones en Estados Unidos en noviembre, principalmente), se estima que el *momentum* se mantiene presente y da soporte al mercado accionario.

Para junio, se mantiene una postura neutral en acciones, sub ponderada en renta fija y sobre ponderada en caja. Dentro de las clases de activos, en lo que respecta a la renta variable se decidió neutralizar la mayoría de las posiciones antes de este período de receso parcial en los mercados más importantes del mundo. Es el caso las acciones estadounidenses donde se mantiene el neutral y en el caso de las acciones europeas se ha venido disminuyendo la sub ponderación para este mes quedar en neutral también. En bonos, aún se favorece la cautela dada la alta volatilidad, con sobre ponderaciones en bonos del Tesoro en toda la curva y corporativos emergentes.

Expectativas de recortes de tasas disminuyen, con inflación “obstinada”

Posición constructiva en acciones chinas de manera táctica

A pesar de mayor ruido político, se mantendría *momentum*

Neutral acciones, UW bonos y OW caja

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | JUNIO 2024

TAACo Global	Bench.	Mayo	Junio	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	50%	50%	N		
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%	Neutral acciones, UW bonos y OW caja
Caja		5%	5%	OW	5%	
Oro				N		
<b>Total Cartera</b>						
Europe ex UK	14.0%	13.0%	14.0%	N	1.0%	+
Europe Small Cap ex UK	1.0%		1.0%	N	1.0%	+
UK	3.0%	2.4%	3.0%	N	0.6%	+
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	17.0%	N		
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	15.0%	N		
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N		
Japan	5.0%	5.0%	5.0%	N		
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>56.4%</b>	<b>59.0%</b>	<b>N</b>	<b>2.6%</b>	<b>+</b>
LatAm	5.0%	6.6%	5.0%	N	-1.6%	-
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%		UW	-1.0%	-
China	10.0%	11.0%	11.0%	OW	1.0%	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	20.0%	N		
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N		
<b>Mercados emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>43.6%</b>	<b>41.0%</b>	<b>N</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	6.5%	OW	0.6%	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	14.0%	OW	1.6%	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	8.0%	OW	0.8%	0.8%
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N		
Global Corporate IG	27.5%	24.4%	22.6%	UW	-4.9%	-1.8%
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	3.2%	UW	-1.1%	
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>58.1%</b>	<b>57.1%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-1.0%</b>
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N		
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW	0.8%	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW	1.2%	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	22.0%	OW	1.0%	1.0%
<b>Deuda emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>OW</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>			

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se neutraliza desde *underweight Large Cap y Small Cap*

El crecimiento económico del viejo continente habría tocado un piso y empezamos a vislumbrar mejoras a nivel macroeconómico. Luego de crecer 0.5% interanual en el primer trimestre, los siguientes trimestres el crecimiento se aceleraría (el segundo crecería 0.9%, el tercero 1% y el cuarto 1.5%). Así este año el PIB de la Eurozona crecería 1%, dato que es corregido al alza en el último mes.

La sorpresa económica se ha mantenido positiva desde febrero y las perspectivas mejoran. El PMI compuesto (entre manufacturas y servicios) aumenta por sexto mes consecutivo, ubicándose en 52.2 pts (50 pts. umbral de expansión/contracción de un sector en los sgtes. 12 meses). Por otro lado, la confianza de los inversionistas (Sentix)

alcanza terreno positivo por primera vez en los últimos dos años. No obstante, el consumo se mantiene estancado a pesar de un ajustado mercado laboral (tasa de desempleo de 6.4% en abril).

Por el lado monetario, si bien la inflación de mayo subió más de lo esperado hasta 2.6% interanual (2.9% el registro subyacente), el Banco Central Europeo (BCE) decidió comenzar con los recortes de tasas de interés en la reunión de junio luego de nueve meses en que el sistema de tasas de interés se mantuvo sin variación. Ante lo persistente de la inflación, el BCE revisó al alza la estimación de inflación para este y el próximo año hasta 2.5% y 2.2%. Así, sin que el BCE se comprometiera con una senda concreta de tasas y confirmando la data dependencia, el mercado espera entre 1 a 2 recortes adicionales este año, comenzando entre septiembre y octubre. A pesar del recorte de tasas, la curva de tasas de interés se eleva con la corrección al alza en la proyección de inflación. En los últimos 30 días la tasa del Bund alemán a 2 años subió hasta 2.95% y la de 10 años a 2.60%.

Por su parte, las elecciones del Parlamento Europeo generaron ruido. Se esperaba que los partidos tradicionales de centro perdieran representación, pero no que la ultraderecha de los euroescépticos tuviese tanto apoyo. En el caso de Francia, el partido de Marine Le Pen -Reagrupación Nacional- obtuvo un 32% de las preferencias vs. 15% el de Macron. Esto llevó a la inesperada decisión del presidente de Francia de disolver la Asamblea Nacional y llamar a elecciones legislativas anticipadas para fines de junio. El mercado reaccionó negativamente, principalmente las acciones francesas, mientras el euro se debilitó. Queda por ver cuánto de la reacción es una sobre-reacción.

Las acciones de la Eurozona representan ~12% de las acciones globales. A nivel de país, Francia es la principal posición, seguida por Alemania. Los sectores más relevantes son el financiero, industrial, consumo discrecional y tecnología. El sector financiero, por su lado, se vería beneficiado de un empujamiento de la curva de tasas de interés en la medida que se desarrolle el ciclo monetario expansivo. El industrial podría encontrar soporte en la reactivación de China luego de una serie de nuevas medidas de estímulo económico. Consumo discrecional y tecnología presentan mayor sensibilidad a las tasas de interés, viéndose ambos sectores beneficiados del inicio del ciclo de baja de tasas de interés.

Durante mayo las acciones europeas se sumaron a las ganancias globales, pero quedaron rezagadas. El Stoxx 50 subió 2.9% (en USD), bajo pares estadounidenses. Las valorizaciones permanecen atractivas y se mantiene el rezago de corto y largo plazo respecto a pares desarrollados. 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. Respecto a éstos últimos las acciones transan con un descuento de 20% respecto al promedio de 5 años, superior al 14% de descuento histórico.

Por el lado del sector corporativo, se estima un crecimiento de las utilidades para este año de 8.5%, el cual se ha corregido al alza los últimos tres meses, pero se encuentra bajo pares desarrollados. A pesar de ello, no se observan entradas netas de flujos a fondos ETFs de la región en lo corrido del año, lo que cambiaría una vez los inversionistas empiecen a internalizar la mejora económica, corporativa y el *momentum* accionario.

A pesar de los flujos débiles, la economía parece haber tocado un piso – al menos ha dejado de caer-, las perspectivas mejoran y la región se vería beneficiada por los recortes de tasas. Así, dadas valorizaciones atractivas, rezago accionario y alto *dividend yield* (~3.3%) **se decide neutralizar desde *underweight* la posición en acciones europeas.**

## **REINO UNIDO: Se neutraliza desde *underweight***

Un remezón político provocó la decesión del primer ministro Rishi Sunak de adelantar las elecciones generales al 4 de julio. Los conservadores han perdido apoyo y las encuestas pronostican que los laboristas llegarían al poder con Sir Keir

Starmer por una amplia mayoría. El cambio de gobierno podría ser positivo para los mercados considerando que la agenda de los laboristas es algo más pro crecimiento con foco en mantener la sostenibilidad fiscal, prometiendo no subir impuestos.

Por el lado económico, el *momentum* se mantiene positivo y al alza. El crecimiento del primer trimestre sorprendió con un registro de 0.2% interanual. Las perspectivas apuntan a que el país crecería impulsado por mayor gasto de gobierno 0.6% este año (dato que es corregido al alza) y 1.2% en 2025, apoyado en una mayor demanda interna. No obstante, la mejora económica no permea al sector corporativo. Facset estima que las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 2.7% este año, dato que es corregido a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados.

El mercado laboral sigue ajustado. A pesar de que la tasa desempleo aumentó inesperadamente a 4.4% en el trimestre móvil terminado en abril, los salarios subieron 5.9% anual. Aun así, los consumidores son cautelosos: las ventas minoristas decepcionaron al contraerse casi 3% anual durante abril afectadas por un mes inusualmente lluvioso que frenó el comercio. Por el lado contrario, la producción industrial superó las expectativas con un aumento de 0.5% anual, mientras el PMI de manufacturas vuelve a terreno de expansión alcanzando 51.2 pts.

Por su parte, la inflación se desaceleró en abril, pero reportó sobre lo esperado (2.3% medida *headline* y 3.9% el registro subyacente). No obstante, la convergencia del índice de precios, el mercado se acopla al sentimiento más *hawkish* y ahora solo se espera entre uno a dos recortes de tasa para este año, partiendo en septiembre. Al 10 de junio la curva de tasas se empina con mayores aumentos en el último mes en la parte larga de la curva: la tasa a 2 años se ubica en 4.48% y la de 10 años en 4.27%.

Aun cuando se han visto salidas constantes de flujos en lo corrido del año, los datos recientes dan cuenta de una economía cuyas perspectivas mejoran en el margen ad-ports de un cambio de gobierno. Además, dado valorizaciones que transan bajo el promedio de 5 años en términos absolutos y relativos, **se decide neutralizar desde *underweight* las acciones británicas.**

## **ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* y *Value* junto con *small caps* se mantienen en neutral**

Se va configurando un escenario donde el *soft landing* se hace más probable. La economía se enfría, pero a un ritmo gradual. Incluso aún con sorpresas en el mercado laboral.

En mayo la creación de empleo se aceleró hasta 272 mil nuevos puestos, con la tasa de desempleo subiendo a 4.0%. Los salarios se aceleran y suben 4.1% anual, siendo aún una fuente de preocupación para el Fed dado que siguen aumentando más que el nivel de precios.

Las señales son mixtas. Mientras el empleo sorprende al alza, la actividad se va normalizando. En abril las ventas minoristas decepcionaron con un crecimiento mensual nulo al igual que la producción industrial. Las perspectivas para el sector no logran mantener la tendencia al alza y el indicador líder ISM manufacturero vuelve a caer para ubicarse en 48.7 pts., afectado por una disminución significativa en las nuevas órdenes.

Por el lado monetario, la inflación de mayo sorprendió a la baja por primera vez en el año, llegando a 3.3% anual (con la medida subyacente manteniéndose en 3.4%). A pesar de este dato, la inflación se ha mostrado persistente en lo corrido del año y no se alcanzaría la meta del 2% hasta fines de 2025. El mercado estima que el inicio del recorte de tasas sea en septiembre, con entre 1 a 2 recortes de 25 pbs. este año dependiendo de la evolución de los datos. La curva de tasas de

interés de bonos del Tesoro se mantiene volátil, con *bull flattening* en los últimos 30 días (caídas más pronunciadas en la parte larga de la curva). Al 12 de junio la tasa a 10 años se ubica en 4.28% y la de 2 años alcanza 4.68%.

Las acciones estadounidenses lideraron las ganancias en mayo, revirtiendo gran parte de las caídas de abril. Reportes corporativos con sorpresas positivas en los 11 sectores dieron soporte a los precios. En el caso del Nasdaq100, el índice tecnológico subió 6.3%, con NVIDIA subiendo 27%, explicando un cuarto del alza del índice. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 12%, dato que es corregido al alza en el último mes y supera a pares desarrollados.

Las valorizaciones mantienen una tendencia alza, con la razón *P/U fwd.* sobre promedios históricos, pero bajo los niveles comparables a los de la burbuja *dotcom* a inicios de los 2000. La razón *P/U fwd.* de acciones tipo *growth* y *value* transan sobre promedios de 10 años, pero en *small cap* hay no solo descuento, sino también rezago; aunque con una alta volatilidad en la clase de activo.

Por su parte, en el plano político, el candidato presidencial republicano Donald Trump fue encontrado culpable de una serie de cargos en un juicio penal. Su condena se anunciará el 11 de julio, no obstante, sus abogados ya anunciaron una apelación. De esta forma, la carrera presidencial continúa a la espera que se celebren las convenciones de los candidatos republicano y demócrata. A la fecha Trump presenta una ventaja marginal respecto a Joe Biden (50% vs. 45% de apoyo respectivamente, estimado por Predictit).

Debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, vulnerabilidad ante condiciones financieras restrictivas, tasas de interés con elevada volatilidad, postergación del recorte de tasas y la llega del verano en el hemisferio norte – que se caracteriza por menos volúmenes transados- se decide mantener **cautela en las acciones americanas en todos sus estilos con un neutral.**

### **JAPÓN: Se mantiene exposición neutral a acciones japonesas**

En mayo las acciones japonesas volvieron a quedar rezagadas y tuvieron uno de los peores desempeños de mercados desarrollados. Luego de un inicio de año estelar, las acciones japonesas pierden impulso y la fortaleza del sector exportador dado un debilitado yen no logra sostener los retornos.

El rezago continúa aliviando las valorizaciones. La razón *P/U fwd.* se mantiene en niveles justos en términos absolutos, pero transan con descuento respecto a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 en torno a 9%, estimación que se corrige a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados.

Por su parte, el *momentum* económico se torna fuertemente negativo. El crecimiento del primer trimestre decepcionó al contraerse 1.8% anualizado, afectado por una débil demanda interna, escasez de inversión y caída en las exportaciones. La estimación de crecimiento para 2024 se ha recortado desde 0.7% a 0.4% en los últimos 30 días.

La inflación se ubicó en abril en 2.5% anual (2.4% en la medida subyacente), bajando menos de lo esperado. El surgimiento de la inflación permite, que el Banco Central de Japón justifique el término de las tasas de interés negativas. El mercado internaliza dos a tres alzas más en lo restante del año, comenzando entre julio y septiembre, lo que podría dar soporte a un yen que se ha debilitado. En lo corrido del año el yen ha perdido casi 10% de su valor, gatillando sin éxito intervenciones para contener la senda depreciativa de la moneda.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones y las reformas estructurales en curso, debido al deterioro del *momentum* económico y corporativo, junto con salidas de flujos las últimas 4 semanas, **se decide mantener la posición neutral en acciones japonesas.**

## **NEUTRAL ACCIONES EMERGENTES: OW China, UW LatAm Small Cap, neutral LatAm Large Cap y Asia EM ex China**

En mayo, los mercados globales retomaron las alzas que se habían pausado en abril. Los mercados emergentes se quedaron atrás, arrastrados por el negativo desempeño de LatAm, mientras que China comenzó el mes con un desempeño positivo, pero que se reversó parcialmente en la segunda mitad. Si bien se mantiene la convicción en algunas regiones, de cara al verano del hemisferio norte cuando baja la liquidez, **se decide llevar la posición en países emergentes de OW a neutral.**

## **AMÉRICA LATINA: UW Small Cap y neutral Large Cap**

Dada la falta de *momentum* observada en los mercados latinoamericanos, se decide disminuir la posición. Por el lado de *Small Cap*, compuesto principalmente por Brasil, se opta por una subexposición por falta de catalizadores en el corto plazo. Las acciones de menor tamaño suelen estar impulsadas por menores tasas de interés, en tanto en Brasil las expectativas se han ajustado hacia menos recortes de tasa de referencia en lo que resta del año. Con respecto a las acciones de mayor tamaño, el mercado tampoco logra generar tracción, inmerso en acontecimientos políticos que han sumado volatilidad. De esta manera, **se decide llevar a UW las acciones Small Cap desde neutral, y neutralizar la posición OW en acciones LatAm Large Cap.**

En mayo, la bolsa **brasileña** se desacopló con pérdidas (5.9% en USD). Tras las inundaciones, aumentó la presión sobre las arcas fiscales, y se aprobó la exención tributaria para algunas municipalidades y sectores, que también implicará una menor recaudación. A su vez, el Banco Central adoptó un tono más *hawkish*, y si bien en su reunión de mayo disminuyó el ritmo de recortes a 25 pbs. para llevar la tasa Selic a 10.5%, el mercado espera que los siguientes recortes estén sujetos a movimientos del Fed y la tasa cierre el año en dos dígitos. Esto es un detractor para el desempeño de las acciones, ya que mantiene el atractivo en los bonos locales. A pesar de que la inflación se desacelera, en mayo subió a 3.9% anual y se desconoce aún el impacto que puedan tener las inundaciones en futuros registros. Las proyecciones de utilidad se revisan a la baja, tanto para este año como para el próximo en el último mes, y se observan salidas de flujos de ETFs en el último mes. De todas maneras, las valorizaciones se mantienen atractivas en perspectiva histórica, con tanto la razón P/U  *fwd.* como P/U  *trailing* en torno a 0.6 desv. estándar bajo su promedio de 5 años. A su vez, se estima que las inundaciones resten solo 0.1% del PIB este año, y las proyecciones siguen apuntando a un crecimiento económico del orden de 2% para este año. Así, aun cuando se mantienen los fundamentos macroeconómicos, el mercado sigue perdiendo *momentum* y aumentan los ruidos políticos y en torno a la responsabilidad fiscal, por lo que se decide **neutralizar la posición OW que se traía en acciones brasileñas.**

En **México**, el inesperado resultado que se obtuvo en las elecciones añadió una volatilidad no observada en el último año. Si bien estaba internalizado que la candidata oficialista, Claudia Sheinbaum, fuera electa, no se esperaba la diferencia de más de 30 puntos porcentuales que obtuvo con el segundo lugar, Xóchitl Gálvez. Otro resultado no esperado fue la mayoría calificada (2/3 de los escaños) obtenida en la cámara baja, lo que facilita la aprobación de reformas poco *market friendly* que potencialmente podrían añadir volatilidad a los mercados. Además, los resultados preliminares mostraban que la coalición gobernante también había obtenido mayoría calificada en el Senado, sin embargo, avanzada la semana esto se descartó, lo que permitió que los mercados rebotaran desde las caídas del día posterior a las elecciones. El 1 de septiembre asume el nuevo congreso, y el mandato de AMLO se acaba el 30 de dicho mes, por lo que en los próximos 4 meses, se espera el mercado mexicano mantenga la volatilidad asociada a los vaivenes políticos, de cara a las elecciones estadounidenses. Esto también impactó al peso mexicano, que tras la fortaleza mostrada en lo corrido del año se debilitó superando los MXN 18 por dólar, y mostrando una saludable corrección. La economía se está enfriando, pero aún las expectativas apuntan a un crecimiento de 2.2% este año, más que el resto de la región. Por otro lado, la inflación se mantiene pegajosa, pero sorprendió al mercado manteniéndose en 4.7% anual en mayo, en tanto la subyacente siguió a

la baja. Luego de las elecciones, la Junta de Gobierno del Banxico no ha emitido mayores comentarios, pero el mercado sigue esperando que recorte la tasa en 25 pbs., reunión por medio, hasta llegar a 10% al cierre de este año. Las valorizaciones siguen transando con descuento respecto a su historia, pero las proyecciones de utilidades se revisaron a la baja tanto para este como para el próximo año. Por el lado de los flujos, la semana terminada el miércoles luego de las elecciones tuvo entradas de flujos de inversión a fondos e ETFs más alta desde noviembre de 2016, pero probablemente esto se materializó antes del domingo 2 de junio, día de las elecciones. Así, dada la volatilidad del mercado mexicano, que se espera se mantenga los próximos meses, se decide **mantener la posición neutral en acciones mexicanas**.

El mercado **chileno** destacó en la región durante mayo, lo que apoyado además por una significativa apreciación del peso. El IPSA logró un desempeño positivo de 5.9% (en USD). La fortaleza del cobre durante el mes, en el que alcanzó récords históricos, tocando un máximo de USD 5.1 dólares la libra, dio soporte al mercado accionario y a las perspectivas de crecimiento. Por el lado político, el presidente realizó su tercera Cuenta Pública, en la que anunció iniciativas que no corresponden a prioridades de la población, tensando la relación con la oposición y disminuyendo la probabilidad de aprobar reformas estructurales, como lo son los casos de la de pensiones y tributarias. Esto contribuye a mantener contenida la incertidumbre política y económica, manteniendo bajo el premio por riesgo y dando soporte al mercado accionario. Además, el segundo fin de semana de junio se realizaron elecciones primarias en algunas comunas de cara a las elecciones regionales de octubre, con una baja participación electoral. Por el lado macro, la actividad mensual sigue creciendo y en marzo avanzó 3.5% anual, aunque levemente bajo lo esperado por segundo mes consecutivo. Así, las proyecciones de crecimiento se consolidan en torno a un 2.5%, sobre el potencial. Por el lado de la inflación, esta continúa pegajosa y con una lenta convergencia hacia su meta de 3%. En mayo, el dato se ubicó en 4.1% anual, acelerándose con respecto a abril. En este contexto, en su reunión de mayo, el Banco Central se alineó al mercado tanto en el tamaño del recorte de tasas (50 pbs.) como en el *guidance*, y llevó la tasa a 6.0%. Los precios internalizan cuatro recortes más de 25 pbs. cada uno en las siguientes tres reuniones y que la tasa de referencia cierre el año en 5.0%. Las valorizaciones continúan transando con un leve descuento histórico, en tanto las proyecciones de utilidades se corrigen al alza para este y el próximo año en el último mes. Así, se fortalece el *view* en Chile, con estabilidad política, mejores perspectivas macroeconómicas, fortaleza del cobre y *momentum* positivo, se decide **augmentar el OW en acciones chilenas**.

En **Colombia** el presidente ha vuelto a verse inmerso en distintos escándalos de corrupción, que esta vez involucran a la Unidad Nacional para la Gestión del Riesgo de Desastres. En otros temas políticos, el proceso de asamblea constituyente que propuso Petro en el pasado podría estar por comenzar, a la espera de que se presente el proyecto de ley en julio. Con respecto a la reforma pensional, el gobierno tiene 8 días hábiles para aprobarla en su último y cuarto debate, teniendo cierta probabilidad de pasar. El mercado ya preveía un riesgo fiscal creciente en Colombia, que podría transformarse en la insostenibilidad de la deuda pública. A esto, el ministro de Hacienda declaró recientemente que hay falta de liquidez en las cuentas fiscales y que tendrán que recortar algunos gastos proyectados (~USD 5 mil millones, 1.2% del PIB), dado que los ingresos efectivos serán finalmente menores. De esta manera, a pesar de un crecimiento del PIB que se aceleró en el primer trimestre, las proyecciones para este año se han corregido a la baja hasta 1.5% este año, tras un casi nulo crecimiento de 0.6% en 2023. Por el lado de la inflación, las noticias son más positivas y esta sigue convergiendo, dando pie al Banco Central para que mantenga, o eventualmente acelere, el ritmo de recortes de tasas de interés, tomando en cuenta que será la autoridad monetaria de la región que más recorte tasas en 2024, llevándola a un 8% al cierre del año. A pesar de todo lo anterior, el mercado no pierde *momentum*, y anotó un positivo mes de mayo. Las valorizaciones continúan atractivas, transando con una P/U *fwd.* en torno a 1 desviación estándar bajo el promedio de 5 años. En línea con el menor impulso económico, las proyecciones de utilidades para este año se corrigen a la baja en el último mes, y no se ven ni entradas ni salidas de flujos de inversión al conjunto de ETFs del país en el último mes. De esta manera, **se decide**



**mantener la posición neutral en acciones colombianas**, incluso cuando la situación macro política es negativa, por las atractivas valorizaciones que posee y un *momentum* innegable del mercado accionario.

En **Perú** a nivel político continúa el descontento con el gobierno, y una aprobación de Dina Boluarte que está por debajo de los dos dígitos y envuelta en distintos escándalos de corrupción. De todas maneras, sigue siendo el escenario base que tanto el gobierno actual como el Congreso se mantengan en sus mandatos hasta 2026. Luego de la aprobación del séptimo retiro de los fondos de pensiones, avanza la tramitación de la reforma de pensiones, que obtuvo aprobación por votación simple en el parlamento. Los principales puntos que abarca esta reforma es prohibir a los cotizantes retirar fondos durante su vida laboralmente activa, los aportes por consumo, que los trabajadores independientes comiencen a cotizar, implementar una pensión mínima con cargo al Estado y con un mínimo de 240 aportes y aumentar la competencia en las administradoras de fondos de pensiones. Respecto de esta iniciativa, aún queda pendiente una segunda votación. A nivel general, los datos de actividad en el último mes han estado por debajo de lo esperado, llevando al mercado a consolidar sus expectativas de crecimiento en la parte baja de su rango (~2.5%). Sin embargo, esto ha permitido que la inflación siga convergiendo y se haya ubicado en mayo en la meta de 2.0%. Así, se espera que el Banco Central continúe recortando tasas en 25 pbs. por reunión en las siguientes tres reuniones. Por su parte, las valorizaciones continúan transando en torno a promedios históricos, y a pesar de los ruidos políticos, el mercado tiene *momentum*, impulsado por el sector minero y las alzas en precios de metales industriales. De esta manera, aun con fundamentos macro y políticos debilitados, se opta por **mantener la posición neutral en acciones peruanas** por un Banco Central que continuará con los recortes de tasas y un impulso del sector minero al mercado accionario.

En **Argentina** continúa una congestionada agenda política, con la votación de la Ley Bases y el paquete fiscal en el Senado planificada para el 12 de junio. A pesar de la pausa en sus tramitaciones, se espera que finalmente se apruebe una versión diluida de ambas. Sin embargo, otra iniciativa cuya tramitación avanza es la reforma de pensiones, que sería una gran detractora del paquete fiscal, ya que implicaría nuevas alzas en las jubilaciones y un gasto ~0.6% del PIB. El presidente ha declarado que va a vetar la iniciativa en caso de que se apruebe en su instancia final. A pesar de la turbulenta agenda política, el mandatario aún goza de niveles de aprobación saludables, en torno al 50%, y el Índice de Confianza en el gobierno subió en mayo, rompiendo con la tendencia negativa de los últimos cuatro meses. Las medidas del gobierno han sido eficaces en bajar la inflación llevándola en abril a 8.8% mensual, bajando de los dos dígitos por primera vez desde julio del año pasado. Si bien han logrado bajar la inflación, la actividad continúa en caída libre y las proyecciones para este año se revisan al alza, apuntando a una contracción del PIB cercana a un 4%. A pesar de valorizaciones atractivas y entradas netas de flujos de inversión, el mercado accionario argentino ha perdido tracción en lo que va de junio, de la mano de un sentimiento de mayor incertidumbre de parte de los inversionistas sobre una eventual recuperación económica. A su vez, el Banco Central ha seguido recortando tasas en línea con las menores presiones inflacionarias, pero añadiendo volatilidad al tipo de cambio. De esta manera, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

## **CHINA: Se decide mantener *OW***

Las autoridades chinas sorprendieron al anunciar medidas concretas para abordar la crisis inmobiliaria, lo que denota un giro al pragmatismo y una señalización positiva pese a que las medidas no serían suficientes. Si bien, en la reunión bianual del Politburó se habría indicado el estudio de nuevas medidas en el sector, el anuncio fue rápido sorprendiendo al mercado que esperaba meses de trabajo antes de conocerse las medidas.

Las iniciativas buscan abordar la crisis por el lado de la demanda y de la oferta. Por el lado de la oferta, el Banco Popular de China anunció un programa de CNY 300 *billion* (~USD 42 *billion*) para financiar la compra de inventarios de viviendas existentes. De la misma forma, los bancos privados otorgarían préstamos a empresas estatales con el mismo fin y se

utilizarían las propiedades como garantía y así aliviar la presión de liquidez sobre los desarrolladores. Por el lado de la demanda, se conoció la disminución de pago inicial para la compra de primera vivienda a un mínimo histórico de 15% y de segunda vivienda a un 20%, además de la eliminación del mínimo de tasa hipotecaria a nivel nacional.

Estas medidas impulsaron el desempeño de los mercados, que en la primera mitad de mayo el MSCI acumulaba una rentabilidad ~15% (en USD), aunque esto llevaría a una toma de utilidad por parte de los inversionistas finalizando el mes con un aumento de los precios de 2.1% (en USD), uno de los mejores en Asia emergente.

Respecto a la relación con Estados Unidos, es algo difusa. Por un lado, se encuentra el aumento de aranceles para una larga lista de productos para impulsar la fabricación nacional de industrias críticas. Aunque se proyecta que los cambios en los impuestos afecten cerca USD 18 *billion* en importaciones anuales, la nueva imposición ha sido denominada como “simbólica” ya que; (i) las restricciones se centrarían en productos de energía verde como vehículos eléctricos (arancel aumentaría de 27.5% a 102.5% este año) que representa ~5% de EVs del país y (ii) algunas medidas comenzarían a regir recién en 2026 dando tiempo a China para reubicarlas. Sin embargo, otro foco más importante para las exportaciones chinas es la investigación sobre vehículos eléctricos de la Unión Europea, la cual concluyó provisionalmente en el aumento de aranceles. Estos nuevos aranceles sólo serán efectivos si las conversaciones en las autoridades chinas no encuentran una solución eficaz.

Por otro lado, continúa el buen *momentum* económico y el FMI revisó al alza de la proyección de crecimiento económico para este año a 5% desde un 4.6%, al mismo tiempo que el indicador PMI Caixin de manufacturas y servicios continúan en terreno expansivo en mayo, incluso mejor que el mes previo, mientras que las exportaciones continúan sorprendiendo y estas crecieron 7.6% anual en mayo. Por otro lado, la inflación aumentó 0.3% anual en mayo, manteniendo la convergencia a la meta. Aun cuando el Banco Central mantuvo las tasas de préstamo a 1 y 5 años en la reunión de mayo.

Respecto a las valorizaciones, las acciones chinas transan con descuento en la razón P/U *fwd.* y P/U *trailing.* Además, durante mayo Tencent y Alibaba, 2 de las principales empresas del MSCI China, reportaron resultados del primer trimestre mejor a lo esperado dando soporte al repunte accionario. Con respecto a flujos, por primera vez en meses se observan entradas directas al principal ETF que réplica al índice MSCI por 9% del AUM en el último mes. Sin embargo, la proyección de crecimiento de utilidades para este y el próximo año se encuentran en torno a 13% y 12% aunque ambas corregidas a la baja durante el último mes. Considerando el *momentum* económico más favorable, la continuidad de estímulos fiscales y monetarios, la búsqueda de relaciones internacionales más estables, las valorizaciones atractivas y el retorno de los flujos **se decide mantener el OW acciones chinas.**

## **ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene posición neutral**

Asia Emergente ex. China tuvo movimientos dispares en mayo, con junio marcado por las reacciones a las elecciones de India. Señales mixtas en las diferentes economías nos llevan a mantener cautela en la región, con mejoras en el *momentum* económico, bancos centrales que aún no comienzan a bajar tasas de interés y valorizaciones ajustadas.

En **India** finalizó el proceso electoral luego de seis semanas de votación para la conformación del 18<sup>th</sup> Lok Sabha (parlamento), aunque Narendra Modi ya asumió su tercer mandato como primer ministro, destaca la disminución de apoyo popular. Su partido BJP decepcionó al alcanzar 240 escaños desde 303 asientos en las elecciones de 2019, de mismo modo la alianza democrática -NDA, coalición de Modi- alcanzó 292 escaños en total los que entregaron el tercer mandado de Modi (272 necesarios), pero menor de 353 en 2019. Por el contrario, el partido de oposición casi duplicó sus escaños, a 99 desde 52 en 2019. La campaña electoral de Modi se basó principalmente en el crecimiento económico y en convertir

al país en desarrollado a 2047, dado el resultado esta agenda podría cambiar de rumbo debido a la obstaculización y a un enfoque más populista. Sin embargo, la continuidad de algunos ministros disminuye la incertidumbre. Los principales hitos para monitorear será la agenda de los primeros 100 días y la publicación del presupuesto completo del año fiscal 2024-2025 en julio. Por su parte, la economía mantiene el *momentum* y el PIB del primer trimestre de año calendario creció 7.8% a doce meses, sobre lo esperado y creciendo 8.2% anual en el año fiscal 23-24. Al mismo tiempo que el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 57.5 pts. y 60.2 pts. respectivamente en mayo. La inflación de mayo continuó desacelerándose, registrando 4.8% anual, el registro más bajo en casi un año. Sin embargo, la decisión del Banco Central fue mantener la tasa en 6.5% en la reunión de junio, aunque se observó un leve cambio al ser una decisión con 4 votos a favor de mantener y 2 en iniciar los recortes, mientras que el mercado internaliza un inicio de recortes en la próxima reunión de agosto. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan en torno a su media de 5 años (P/U  *fwd.*). Se proyecta que el crecimiento de utilidades, alcance 17% y 15% para este y el próximo año respectivamente, siendo corregidas a la baja para este año en el último mes. Por el lado de flujos, continúan entradas netas al conjunto de ETFs del país y al ETF más representativo durante el último mes. Pese al sólido *momentum* económico, corporativo y constantes entradas netas de flujos, **se decide mantener neutral las acciones indias** debido al decepcionante resultado de las elecciones y la volatilidad que puede añadir al mercado.

Durante mayo las acciones **surcoreanas** retrocedieron USD 3.2% pese al buen *momentum* de semiconductores, entregando espacio de *upside* por rezago. Sin embargo, continúa con *momentum* macroeconómico positivo. El PMI de manufacturas se encuentra en terreno expansivo (51.6 pts.) impulsado por el crecimiento de la producción más rápida en 3 años. Por otro lado, las exportaciones de mayo crecieron 11.7% anual impulsado por semiconductores, donde la exportación de éstos creció 55%, creciendo por séptimo mes consecutivo. Por el lado de los precios, la inflación continúa desacelerándose y en mayo registró 2.7% anual, sobre el objetivo del Banco Central (2%), aunque la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 3.5%. En la misma instancia las autoridades revisaron al alza la proyección de crecimiento económico para este año a 2.5% desde 2.1%, al mismo tiempo que se mantiene la proyección de precios al consumidor en 2.6%. Nvidia, anunció que se encuentra examinando los chips HBM de Samsung, diseñados para funcionar en conjunto con aceleradores de inteligencia artificial, se espera que dentro de dos meses se anuncie la aprobación y comenzar a suministrar a Nvidia, favoreciendo a una de las principales empresas del índice MSCI del país. Por el lado del mercado, las acciones surcoreanas lucen atractivas y transan con descuento en la razón P/U  *fwd.*, al mismo tiempo que se observan entradas de flujos por 7% de AUM al principal ETF del país y las proyecciones de crecimiento de utilidad se corrigen al alza para este y el próximo año. En el contexto de *momentum* macroeconómico positivo, valorizaciones atractivas y entrada de flujos **se decide llevar a overweight las acciones surcoreanas desde neutral**.

Pese a que las elecciones en **Taiwán** fueron en enero, la tensión política se hizo sentir cuando el presidente electo Lai Ching-te realizó su juramento e inicio de mandato. En su discurso inicial llamó a China a detener la intimidación política y militar, además de añadir que “la República de China (Taiwán) y la República Popular de China (China) no están subordinadas entre sí”. China respondió que el discurso del presidente taiwanés -denominado además como separatista- envió señales peligrosas de socavar la paz en el estrecho. Durante los días siguientes la tensión en el estrecho se elevó, China reaccionó con ejercicios militares e incluso anunció el fin de las exenciones de aranceles a las importaciones taiwanesas. Sin embargo, las acciones taiwanesas aumentaron USD 5.5% en mayo, dejando de lado las tensiones e impulsado por la industria de semiconductores liderada por Taiwan Semiconductor beneficiada del *momentum* de Nvidia. Por el lado económico, el PMI de manufacturas se encuentra por segundo mes consecutivo sobre 50 pts., aunque las exportaciones decepcionaron al crecer 3.5% anual en mayo. Por el lado de la inflación, esta volvió a acelerarse hasta 2.2% anual en mayo, así el mercado espera que la tasa de referencia se mantenga en 2% durante la reunión de este mes. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones lucen caras. Pese a esto, se observan entradas de flujos durante el último

mes. Al mismo tiempo que la proyección de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para este año y a la baja para el próximo. De esta forma la combinación de factores positivos como entrada de flujos y proyección de crecimiento de utilidades que se corrigen al alza, pero negativos como valorizaciones ajustadas, *momentum* macroeconómico que no despega y tensiones geopolíticas, se decide **mantener la posición neutral las acciones de Taiwán**.

Las acciones **indonesias** retrocedieron USD 6% en mayo. Por su parte, las valorizaciones accionarias lucen atractivas, al tiempo que las proyecciones de utilidades se corrigen a la baja para este año durante el último mes, mientras que se observan salidas de flujos del principal ETF del país. Por el lado macroeconómico, continúa un *momentum* positivo, aunque perdiendo dinamismo y el PMI de manufacturas cayó a 52 pts. en mayo vs. 54 pts. en marzo. Por el lado de la inflación, esta continúa desacelerándose, alcanzando 2.8% anual en mayo, aunque el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 6.25%, luego haber aumentado sorpresivamente la tasa de referencia en 25 pbs. en la reunión de abril para dar soporte a la moneda. Por el lado político, aumenta la incertidumbre luego que el presidente electo comentara que un déficit del 3% del PIB era arbitrario, además agregó que su objetivo es que Indonesia sea el país de más rápido crecimiento impulsado por un gasto más agresivo, preocupando a los inversionistas. En este contexto, de incertidumbre política, salida de flujos, pero datos macroeconómicos aún sólidos **se mantiene la posición neutral en Indonesia**. Por otro lado, en **Tailandia** la economía entrega señales de mejora, aunque aún se encuentra deteriorada. El PMI de manufacturas por primera vez en 9 meses se encuentra en terreno de expansión (50.3 pts.). Al mismo tiempo que la inflación aumentó 1.5% anual en mayo, segundo mes consecutivo con un registro positivo. Aun así, el Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 2.5% en la reunión de junio, pese a los llamados de la autoridad para iniciar con el ciclo de recortar para ayudar a la economía. Por el lado de las acciones, éstas cayeron USD 3.7% durante mayo, presionada por riesgos políticos internos, donde el primer ministro mantiene una investigación en desarrollo la cuál podría terminar en su destitución, un juicio para disolver al partido opositor, dudas sobre la sostenibilidad fiscal por medidas populistas y no hay acuerdo sobre el presupuesto fiscal que puede continuar atrasándose dada la inestabilidad política. Estos factores han primado por sobre valorizaciones accionarias atractivas (P/U  *fwd.*), proyecciones de crecimiento de utilidad que se corrigen al alza para este año (~13%) durante el último mes, pero a la baja durante últimos tres meses (~18%) y flujos débiles. De este modo, con una economía deprimida e incertidumbre política, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas**.

## EMEA

**Optamos por una subexposición** en las acciones de la región en el caso de una cartera emergente, relativo a Asia emergente y América Latina.

**Sudáfrica** tambaleó con el resultado de las elecciones de la asamblea general, donde el partido gobernante ANC depende de coaliciones con otros partidos para continúan en el poder en manos de Ramaphosa. Se espera que el viernes 14 de junio el parlamento se reúna para elegir a un presidente, de no llegar a un acuerdo hasta el 16 de junio se deberán llamar a nuevas elecciones. Por el lado macroeconómico, continúa con una economía deteriorada, una inflación pegajosa (5% anual en abril) y una postura aún restrictiva por parte del Banco Central con una tasa de referencia en 8.5%. Por el lado del mercado accionario, durante mayo las acciones rentaron USD 0.2% envueltas en la incertidumbre electoral. Respecto de las valorizaciones, estas lucen atractivas (P/U  *fwd.*), aunque se observan salidas de flujos del principal ETF del país en el corto plazo (1 mes) y en el conjunto de ETFs. En el contexto de una economía deteriorada, salida de flujos e incertidumbre política, **se decide llevar a *underweight* las acciones sudafricanas**.

La economía **turca** continúa deprimida y el PMI manufacturero se deteriora continuando en terreno contractivo (48.4 pts.). Al mismo tiempo que la inflación alcanza un nuevo máximo (75.5% anual en mayo), sobre las expectativas del

mercado, sin embargo, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 50.0% por segunda reunión consecutiva. Por el lado del mercado accionario, las proyecciones de utilidades se corrigen al alza y se observan entradas de flujos débiles, impulsando al mercado accionario que ha sido utilizado como activo refugio, y en mayo las acciones rentaron USD 3.9%, pero sin fundamentos macroeconómicos sólidos. Aunque este se podría ver interrumpido por la probable implementación del impuesto a las ganancias de capital. Debido a la volatilidad que ha inyectado la inflación en la economía y el mercado **se mantiene en neutral las acciones turcas.**

Finalmente, en **Arabia Saudita** el indicador PMI de manufacturas continúa en amplio terreno expansivo (56.4 pts. en mayo). Por el lado de la producción de petróleo, la OPEP anunció que los recortes de producción voluntarios se mantendrán hasta 2025, aunque estos irán disminuyendo paulatinamente a partir de octubre. Por otro lado, la inflación de abril se ubicó en 1.6% en doce meses, en una economía que funciona con controles de precios, por lo que usualmente no enfrenta presiones inflacionarias. A pesar de ello, no se espera una posible flexibilización monetaria de parte del Banco Central antes del inicio de recortes del Fed, debido al tipo de cambio fijo. Finalmente, el mercado de valores saudí cayó USD 7.9% en mayo y se observan salidas de flujos del principal ETF del país en el último mes, junto con proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja para este año. En el contexto de una economía dependiente del petróleo, que actualmente sus precios se mantienen volátil en torno a la guerra en Medio Oriente y afectado por recortes de producción, salida de flujos y proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja **se decide mantener una posición neutral en Arabia Saudita.**

## RENTA FIJA

### **US TREASURIES: se toma un OW en treasuries de 2, 10 y 30 años, mientras que se mantiene el neutral en TIPS**

Con la llegada de junio, se mantiene la incertidumbre en los mercados en cuanto a la política monetaria norteamericana y los movimientos de las tasas de papeles del tesoro se alinean con la data dependencia del Banco de la Reserva Federal (Fed), de manera que las últimas semanas observamos elevada volatilidad en las tasas reaccionando a la publicación de datos económicos. Estos últimos han mostrado un comportamiento mixto, con un PIB del primer trimestre revisado a la baja y un mercado laboral que muestra nuevamente señales de fortaleza. Por el lado de la inflación, a pesar de que se mantiene la incertidumbre en cuanto a la evolución de ésta, y la inflación de mayo sorprendió a la baja desacelerándose a 3.3% interanual, mientras que la medida subyacente cae a 3.4%. Es así que, este último mes las expectativas de recortes de tasas se han movido en el rango de 1 a 2 recortes de tasas este año reaccionando a la publicación de datos económicos. Actualmente, con el positivo registro de inflación, el mercado espera 2 recortes de tasas este año en las reuniones de septiembre y diciembre. En junio, se mantiene la alta reactividad a datos económicos y luego de subir tras fuertes datos de empleo, con los datos de inflación las tasas vuelven a caer y el *treasury* de 10 años vuelve a 4.28%, mientras que la tasa de 2 años alcanza 4.68%. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- continúa a la baja y disminuye durante mayo y junio, alcanzando los 97 pts., nivel relativamente bajo en el contexto del ciclo de tasas actuales, pero aun elevado y sobre promedios históricos. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, ajustan levemente a la baja alcanzando 2.14% y 2.31% respectivamente, en línea con la moderación de las sorpresas inflacionarias y expectativas ancladas a la meta. De esta manera, este último mes observamos movimientos “de punta a punta” acotados en los *treasuries* norteamericanos, sin embargo, las tasas tuvieron grandes movimientos al alza y a la baja *intraday* respondiendo a datos económicos que entregan señales mixtas. Por otro lado, a pesar de la mejora en los últimos registros, en el corto plazo aún se mantiene la incertidumbre con respecto a la inflación, aunque esperamos que las

sorpresas inflacionarias al alza se mantengan moderadas. En un horizonte de tiempo más largo, a pesar de que este año comenzarían los recortes, se mantiene la incertidumbre con respecto a la política fiscal estadounidense y los riesgos de largo plazo que implica. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración observando aun niveles elevados de incertidumbre y volatilidad en el mercado de renta fija. Se toma un OW en treasuries de 2, 10 y 30 años dado el mayor atractivo de la deuda soberana por sobre la deuda corporativa. Finalmente se mantiene el neutral en TIPS, esperando moderación en las presiones inflacionarias, pero con riesgos aun presentes en el corto plazo.**

### **GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se aumenta el UW**

En cuanto a la deuda desarrollada, con la llegada de junio, el Banco Central Europeo (BCE) inicia el esperado ciclo de recortes de tasas uniéndose así a los movimientos de otros bancos centrales desarrollados como Suiza y Canadá, y adelantándose por primera vez en su historia al Banco de la Reserva Federal en un ciclo de recortes de tasas. Por su parte, el recorte anticipado de la Zona Euro con respecto a EE.UU., responde a las divergencia del panorama económico entre ambas regiones. Mientras que en la economía norteamericana la actividad se ha mantenido resiliente con una inflación pegajosa, en Europa la actividad económica continúa debilitada, pero mejorando en el margen y la inflación de mayo registró 2.6% anual, manteniéndose más cerca de la meta del 2%. No obstante, a pesar de estas diferencias, ambas economías mantienen en común la incertidumbre en cuanto a la política monetaria, y es que el BCE aunque inició con los recortes de tasas mantiene su enfoque de data dependencia, por lo que no entregó más información de futuros recortes y actuará de acuerdo a la nueva información económica. En cuanto a *Investment Grade*, en mayo, tras las correcciones al alza y a la baja en las tasas ante la publicación de datos económicos, finalmente las tasas más largas caen en el mes impulsando los retornos de la clase de activo debido a su mayor duración. Por su parte, a pesar de que la clase de activo se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, los niveles actuales de *spreads* nos parecen poco atractivos y consideramos que el recorte de la Zona Euro se encontraba ampliamente internalizado por el mercado, por lo que mantenemos preferencia en *treasuries* para realizar ajustes en la duración del portafolio. Debido a esto, **se reduce la exposición en Global Investment Grade.**

### **GLOBAL HIGH YIELD: Se reduce la exposición desde neutral a UW**

La clase de activo se mantiene defensiva y durante mayo, en un mes de caídas de tasas, la clase de activo acumuló una rentabilidad de 1.2%, un leve *underperformance* respecto a productos de mayor duración como global IG (que rentó 1.4%). Por otro lado, *high yield* continúa beneficiándose de la resiliencia de la actividad económica y del mercado laboral en EE.UU. que sigue entregando soporte a la clase de activo mediante compresiones de *spreads* (los cuales se acercan a niveles mínimos de la última década). Sin embargo, estas últimas semanas se observa mayor divergencia en los datos económicos y esperamos que la fortaleza económica se modere la segunda mitad de año a medida que el elevado nivel de tasas comienza a tener un mayor impacto en la economía. Por otro lado, la clase de activo mantiene un nivel de *yield* relativamente alto de 7.7% junto con una menor duración, que explica el buen rendimiento de la clase de activo en este entorno de tasas al alza. No obstante, a pesar de que no esperamos una corrección fuerte en los *spreads* de *high yield*, consideramos que hay poco espacio para mayores compresiones restándole atractivo a la clase de activo en un entorno en que aún se mantienen presentes las tensiones geopolíticas. Dado lo anterior, **se mantiene un UW en Global HY.**

### **DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el neutral en deuda soberana y el OW en bonos corporativos HY e IG, mientras que se aumenta la exposición en local markets.**

Durante mayo las tasas de los bonos del tesoro norteamericano cayeron, impulsando los retornos de los bonos, especialmente los de mayor duración. Por su parte, la deuda emergente no fue la excepción y la clase de activo acumuló desempeños positivos, y aunque mostró un *underperformance* con respecto a la deuda desarrollada, en donde algunos bancos centrales iniciaron el ciclo de recortes de tasas, en lo que va del año la deuda emergente continúa con un

desempeño significativamente mayor. Bajo el contexto anterior, mantenemos perspectivas positivas para la renta fija emergente; se mantiene atractiva no solo por los elevados *yields* frente al mundo desarrollado, sino que también por el potencial de apreciación ante las caídas en tasas, disminuyen las presiones de factores externos y la inflación continúa desacelerándose. En cuanto a la deuda soberana emergente, la clase de activo tuvo un desempeño positivo durante mayo generando un *outperformance* respecto a la deuda soberana norteamericana. Por otro lado, la clase de activo aun ofrece elevados niveles de *yield* y la mayor duración impulsaría a los retornos en un entorno en que los bancos centrales continúan recortando tasas. No obstante, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hace más vulnerable a conflictos geopolíticos globales, por lo que mantenemos preferencia por la deuda corporativa dentro del mundo emergente. Respecto de esta clase de activo, se mantiene una alta convicción, especialmente en Latinoamérica dada la menor exposición de la región a conflictos geopolíticos, la buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales en un ciclo de ajuste monetario expansivo. Por el lado *High Yield*, se mantiene como la clase de activo de renta fija de mejor desempeño en lo que va del año con una rentabilidad acumulada de 5.7%, un elevado nivel de *yield* de 8.6% y una menor duración que hacen la clase de activo más defensiva a ajustes en las tasas bases. En cuanto a riesgos, las expectativas de default para 2024 se mantienen estables en 4%, mientras que los *spreads*, si bien parecen bajos con respecto su promedio histórico, se alinean a movimientos globales por lo que no esperamos grandes correcciones y se mantendrían estables en los niveles actuales. Por su parte, *Investment Grade* continúa ofreciendo un retorno un atractivo desde una perspectiva de riesgo-retorno, con un *yield* de 5.7% y una mayor calidad crediticia que le entrega mayor protección frente a eventos de riesgos y tensiones geopolíticas. Por otro lado, la mayor duración beneficiaría a la clase de activo a medida que los bancos centrales emergentes continúan con los recortes de tasas y más países desarrollados comienzan con el ciclo monetario expansivo. Respecto a *local markets*, en mayo el dólar perdió fortaleza a medida que las tasas de los bonos del tesoro norteamericano bajaron, de manera que la trayectoria de la moneda se mantiene altamente correlacionada a los movimientos de tasas y expectativas de recortes. Es así como, la moneda norteamericana se depreció 1.5% (DXY) en mayo, mientras que las monedas de economías emergentes mostraron desempeños mixtos según las decisiones de política monetaria, precios de *commodities* y resultados políticos de cada país. Sin embargo, en el corto plazo se mantiene elevada incertidumbre respecto a la evolución del dólar. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobrexposición en bonos corporativos HY e IG. Mientras que se aumenta la exposición a local markets.**

## EXPOSICIÓN A MONEDAS | JUNIO 2024

Monedas	Bench.	Mayo	Junio	OW/UW	
USD	57.5%	58.6%	58.1%	OW	0.6%
EUR	7.5%	6.5%	7.5%	N	
GBP	1.5%	1.2%	1.5%	N	
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N	
GEMs	31.0%	31.3%	30.4%	UW	-0.6%
	100.0%	100.0%	100.0%		

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes no se toman posiciones activas.

## RESULTADOS TAACO GLOBAL | MAYO 2024

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%	3.0%	1.5%	1.4%	0.0	-7.9
Renta Fija	50%	45%	-5%	1.6%	0.8%	0.7%	3.4	-0.3
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-9.1	
Oro	0%	0%	0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>2.30%</b>	<b>2.16%</b>	<b>-5.7</b>	<b>-8.3</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	14.0%	13.0%	-1.0%	4.5%	0.62%	0.58%	-1.5	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	0.0%	-1.0%	6.7%	0.07%	0.00%	-3.7	
UK	3.0%	2.4%	-0.6%	3.6%	0.11%	0.09%	-0.4	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	7.1%	1.20%	1.20%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	2.8%	0.42%	0.42%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	4.7%	0.19%	0.19%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	1.3%	0.06%	0.06%	0.0	
<b>Desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>56.4%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.67%</b>	<b>2.54%</b>	<b>-5.5</b>	
LatAm	5.0%	6.6%	1.6%	-3.1%	-0.16%	-0.21%	-9.8	
LatAm Small Cap	1.0%	1.0%	0.0%	-1.6%	-0.02%	-0.02%	0.0	
China	10.0%	11.0%	1.0%	2.4%	0.24%	0.26%	-0.6	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	0.9%	0.18%	0.18%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	1.1%	0.06%	0.06%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>43.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.28%</b>	<b>-10.4</b>	
<b>Equities</b>					<b>2.98%</b>	<b>2.82%</b>	<b>-15.9</b>	
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	0.6%	0.7%	0.04%	0.04%	-0.6	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	1.9%	0.23%	0.26%	0.4	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	2.8%	0.20%	0.20%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	1.7%	0.05%	0.05%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	24.4%	-3.1%	1.9%	0.51%	0.45%	-0.7	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	1.5%	0.06%	0.05%	0.1	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>58.1%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.06%</b>	<b>-0.8</b>	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.8%	0.19%	0.19%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	1.5%	0.05%	0.06%	-0.1	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.7%	0.08%	0.10%	0.2	
EM Local Markets	21.0%	21.0%	0.0%	0.9%	0.19%	0.19%	0.0	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>41.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.52%</b>	<b>0.55%</b>	<b>0.0</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>1.62%</b>	<b>1.61%</b>	<b>-0.7</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 31 de mayo de 2024

En mayo se mantuvo la asignación a acciones en neutral, bonos en *underweight*, y se asignó 5% a caja. Al 31 de mayo la cartera TAACo Global tiene una ganancia de 2.2% en el mes, 14 pbs. bajo el benchmark, principalmente por la posición en caja en un mes de *risk on*.

Durante mayo a nivel de *attribution analysis*, (i) la asignación de activos generó pérdidas por la posición larga en caja (ii) la selección de instrumentos fue negativa: generó pérdidas la posición corta Europa y el largo LatAm. En bonos nos perjudicó la posición larga *treasuries* 2Y y Global IG.



## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	2.2%	2.0%	2.7%	10.8%	-0.9%	4.3%	3.5%	5.0%	10.4%
Benchmark	2.3%	2.0%	2.8%	11.2%	-1.8%	3.6%	2.7%	3.7%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-14	-6	-7	-42	95	76	73	129	
<b>Acciones</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.3%</b>	<b>18.5%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>7.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	3.0%	3.8%	6.6%	18.6%	0.0%	7.2%	4.6%	3.4%	15.1%
Europe ex UK	4.5%	3.9%	6.1%	17.2%	1.1%	7.4%	2.7%	3.1%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	6.7%	7.5%	4.8%	16.1%	-4.6%	6.6%	3.9%	7.2%	23.7%
UK	3.6%	10.3%	8.8%	18.9%	6.8%	7.0%	2.9%	4.6%	19.4%
US Large Cap Growth	7.1%	4.5%	15.2%	35.5%	11.5%	20.2%	16.4%	--	21.4%
US Large Cap Value	2.8%	3.1%	7.4%	20.7%	5.8%	9.6%	7.9%	--	16.7%
US Small Caps	4.7%	1.5%	3.2%	21.0%	0.7%	9.8%	8.6%	9.1%	23.6%
Japan	1.3%	-1.5%	6.1%	16.4%	0.4%	5.4%	4.1%	2.0%	15.8%
<b>Desarrollados</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>24.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>9.1%</b>	<b>6.9%</b>	<b>18.8%</b>
LatAm	-3.1%	-5.6%	-10.2%	12.6%	4.3%	2.6%	0.7%	7.7%	30.7%
LatAm Small Cap	-1.6%	-5.2%	-10.8%	3.0%	-4.5%	-1.1%	-3.1%	6.0%	33.7%
China	2.4%	10.2%	6.8%	4.3%	-17.1%	-2.4%	1.9%	7.0%	26.0%
EM Asia ex China	0.9%	3.2%	5.3%	17.6%	0.8%	10.3%	6.4%	--	20.0%
EM Asia Small Cap	1.1%	4.4%	5.0%	23.4%	2.6%	11.4%	6.0%	9.3%	19.7%
EM Europe and Middle East	-2.9%	-3.8%	-3.3%	6.5%	-11.3%	-5.2%	-5.2%	2.1%	20.0%
<b>Emergentes</b>	<b>0.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>12.4%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>18.8%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	1.6%	0.3%	-0.9%	4.1%	-3.9%	-0.4%	0.5%	3.5%	6.5%
Treasuries 2Y	0.7%	0.6%	0.5%	2.8%	-0.3%	0.7%	0.9%	2.1%	1.9%
Treasuries 10Y	1.9%	-0.9%	-3.1%	-3.2%	-5.3%	-1.8%	0.3%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	2.8%	-3.4%	-7.6%	-9.4%	-11.9%	-5.8%	-0.4%	3.9%	17.1%
US Tips	1.7%	0.8%	-0.1%	1.6%	-1.4%	2.1%	1.9%	4.3%	6.2%
Global Corporate IG	1.9%	0.7%	-1.2%	5.4%	-3.7%	0.5%	1.2%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	1.5%	1.6%	1.9%	11.9%	0.2%	3.5%	3.4%	6.8%	10.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>1.8%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>-0.8%</b>			
EMBI	1.8%	1.8%	1.7%	11.0%	-2.6%	0.5%	2.6%	6.8%	11.5%
EM Corporate IG	1.5%	1.1%	1.3%	5.6%	-1.9%	1.1%	2.4%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.7%	2.4%	5.7%	13.0%	-1.9%	2.0%	3.9%	--	10.7%
EM Local Markets	0.9%	-0.2%	-1.0%	4.1%	-2.0%	0.9%	-0.3%	--	9.7%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>0.9%</b>			
Caja	0.5%	1.4%	2.3%	5.5%	3.0%	2.1%	1.5%	1.5%	0.6%
Oro	1.8%	14.7%	13.0%	19.5%	7.3%	12.6%	6.5%	9.9%	14.3%

\* 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.