

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Junio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.3%	1.7%	4.1%	9.5%	-0.5%	3.8%	3.5%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.7%	4.1%	9.6%	-1.5%	2.9%	2.7%	3.8%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	4	3	-2	-6	101	82	73	129	
Acciones	2.1%	3.2%	8.6%	15.3%	0.4%	6.4%	4.8%	4.0%	15.2%
Benchmark	2.1%	3.4%	8.8%	15.3%	0.4%	6.4%	4.7%	3.5%	15.1%
Renta Fija	0.6%	0.1%	-0.3%	4.0%	-3.2%	-0.4%	0.9%	4.1%	6.5%
Benchmark	0.5%	0.0%	-0.4%	4.0%	-3.5%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.5%
Caja	0.4%	1.3%	2.7%	5.5%	3.1%	2.2%	1.5%	1.5%	0.6%
Oro	-0.7%	5.3%	12.1%	21.9%	9.8%	10.6%	5.9%	9.9%	14.3%

Resultados al 30 de junio de 2024

\*Anualizado \*\* Desde 2001

## Y sigue el momentum....

La segunda mitad del año comienza con datos de inflación, empleo y actividad que alientan las perspectivas para que las bajas en las tasas de interés de Estados Unidos comiencen en septiembre próximo. La inflación subyacente de junio se desaceleró a un ritmo no visto hace casi 3 años a 3.3% en 12 meses (inflación total o *headline* en 3% anual). Esto sigue alimentando el positivo *momentum* que refleja el desempeño de los mercados accionarios norteamericanos para el primer semestre de 2024. Un *momentum* liderado por las grandes acciones (*large cap growth*) y de ellas las tecnológicas, entre las que se concentraron principalmente en las relacionadas a inteligencia artificial, es decir, particularmente la emblemática Nvidia (semiconductores, software y hardware de inteligencia artificial).

Las alzas mencionadas llevaron las valorizaciones a niveles que lucen altas; no obstante, en general estamos viendo resultados y estados financieros que les dan soporte y con perspectivas aún positivas. El entorno de una revolución digital y la irrupción de la inteligencia artificial abren un escenario que es el que parece haberse configurado hasta el momento; de un “aterrizaje suave” de la economía estadounidense y global. Existen regiones como Europa y ciertos países en los que las bajas en la actividad han sido más agudos, pero no se ha registrado una recesión global post ajustes monetarios producto del rebote inflacionario. Es también cierto que por el lado fiscal los ajustes han sido mínimos o simplemente -como el caso del gobierno de los Estados Unidos- el gasto se ha mantenido alto.

Sin embargo, queda por ver el desenlace de este ciclo económico, en el que las tasas de interés subieron a niveles no vistos por décadas y se han mantenido altas. Hasta el momento los efectos en la actividad y el sector corporativo han sido acotados o nulos, aunque la prevalencia de esta situación podría cambiar esto.

Por otra parte, se acercan las elecciones presidenciales estadounidenses y con hitos históricamente relevantes que las preceden. Primero un debate entre los candidatos, el actual presidente demócrata Joe Biden y por el partido republicano Donald Trump, que dejó serias dudas respecto de la capacidad del primero de seguir liderando el país dados los que fueron descritos

### ÍNDICE

Y sigue el *momentum* ..... 1

Asignación de activos .....3

Resultados TAACo Global Junio 2024..... 17

Desempeño histórico ..... 18

Datos económicos alientan perspectivas para que comiencen recortes de tasas, rally siguió concentrado

Se consolida escenario de “aterrizaje suave”

Queda por ver el desenlace de este ciclo económico

Aumenta ruido político en EE.UU. de

como signos de deterioro cognitivo producto de su edad y estado de salud. Luego, el atentado (fallido) de asesinato contra el segundo que remeció al país, al mundo y en profundidad a la política de los Estados. Así, Trump viene adquiriendo fortaleza creciente para resultar electo, según las encuestas. En este sentido, ello da impulso a las acciones por las expectativas de políticas pro sector privado, aunque también de presiones al alza en las tasas de interés por un potencial mayor déficit fiscal (menores impuestos).

En julio se mantiene una asignación neutral en acciones, sub ponderada en renta fija y sobre ponderada en caja.

cara a las elecciones  
presidenciales

Neutral acciones,  
UW bonos y OW caja

## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | JULIO 2024

TAACo Global	Bench.	Junio	Julio	OW / UW	Cambio			
Acciones	50%	50%	50%	N				
Renta Fija	50%	45%	45%	UW	-5%			
Caja		5%	5%	OW	5%			
Oro				N				
<b>Total Cartera</b>								
Europe ex UK	14.0%	14.0%	14.0%	N				
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	1.0%	N				
UK	3.0%	3.0%	3.0%	N				
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	18.0%	OW	1.0%	1.0%	+	Se mantiene neutral
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	15.0%	N				Europa
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>59.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>OW</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>+</b>	Neutral US value y small cap. OW growth
LatAm	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-	
LatAm Small Cap	1.0%			UW	-1.0%			
China	10.0%	11.0%	11.0%	OW	1.0%			Se lleva a UW LatAm desde neutral
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>41.0%</b>	<b>40.0%</b>	<b>UW</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-</b>	OW China
<b>Total Acciones</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	7.3%	OW	1.4%	0.8%	+	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	14.0%	OW	1.6%			
Treasuries 30Y	7.2%	8.0%	7.2%	N		-0.8%	-	En renta fija: UW duración (inc. caja)
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N				
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	22.6%	UW	-4.9%			
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	3.2%	UW	-1.1%			OW treasuries 2 y 10 años
<b>Deuda desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>57.1%</b>	<b>57.1%</b>	<b>UW</b>	<b>-3.0%</b>			
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N				
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	4.1%	OW	0.8%			UW Global Corporate IG y HY
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	6.0%	OW	1.2%			
EM Local Markets	21.0%	22.0%	22.0%	OW	1.0%			
<b>Deuda emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>OW</b>	<b>3.0%</b>			RF emergente: OW corporativos y local markets
<b>Total Renta Fija</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>					

## RENTA VARIABLE

### EUROPA EX UK: se mantiene neutral Large Cap y Small Cap

La economía está una etapa delante de la americana y habiendo tocado piso, se espera que comience un proceso de normalización. El PIB de la Eurozona crecería 0.7% este año y 1.4% el próximo.

No obstante, la sorpresa económica volvió a terreno negativo debido a la decepción en los registros de PMIs tanto de manufacturas (45.8 pts) como de servicios (52.8 pts). Así el PMI compuesto entre ambos rompe una racha de 6 meses al alza al ubicarse en 50.9 pts. (50 pts. umbral de expansión/contracción de un sector en los sgtes. 12 meses). Por otro lado, la confianza de los inversionistas (Sentix) bajó de 0.3 pts. a -7.3, volviendo también a terreno negativo, en medio de un aumento significativo en la incertidumbre política debido a las elecciones anticipadas en Francia.

Y es que las elecciones de Asamblea Nacional en Francia dieron un giro radical. Desde un mercado que temía una mayoría de extrema derecha a un resultado imprevisto en que en segunda vuelta la mayoría, no absoluta, la tuvo la extrema izquierda. Así, finalmente el resultado deja a la asamblea dividida en 3 (coalición de izquierda, centrista y de derecha), con Macron buscando lograr un pacto con la izquierda más extrema para poder gobernar, pero con escaso poder de impulsar proyectos. Un gobierno paralizado por los siguientes casi tres años que le quedan a Macron y elevada incertidumbre. Al menos desde el punto de vista de los inversionistas, el resultado eleccionario elimina los escenarios más extremos que deja a los inversionistas en un status quo en el que no habría mayores reformas. Las acciones francesas han reaccionado al alza post resultado y las tasas de interés han cedido desde el salto inicial post primera vuelta.

Por el lado monetario, la inflación de junio en la Eurozona retrocedió en el margen, en línea con lo estimado (2.5% medida *headline* y 2.9% el registro subyacente, este último sin variación respecto a mayo), pero el Banco Central Europeo (BCE) mantendría las tasas de interés sin cambios en la reunión de julio, para evaluar cómo avanza el proceso desinflacionario y retomar los recortes en septiembre. Para este año se esperan entre 1 a 2 recortes adicionales. Recordemos que el 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. Como referencia, en los últimos 30 días la curva de tasas de interés soberana de Alemania sufrió un *bull steepening*, es decir, caídas más acentuadas en la parte corta de la curva. Así al 10 de julio la tasa del Bund alemán a 2 años bajó hasta 2.80% y la de 10 años a 2.50%.

Las acciones de la Eurozona representan ~11% 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 empinamiento 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 junio las acciones europeas se desacoplaron de las globales con pérdidas lideradas por Francia y el ruido político (el CAC40 cayó USD 7.6%), mientras el Stoxx 50 cayó 3% (en USD). 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 24% respecto al promedio de 5 años, superior al 15% 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 mantuvo en el último mes, pero se encuentra bajo pares desarrollados. Se han observado salidas netas de flujos las últimas 6 semanas y en lo corrido del año (flujos a fondos e ETFs, EPFR).

A pesar de los flujos débiles y la incertidumbre política, 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* (~3.4%) **se decide mantener la posición neutral en acciones europeas.**

## **REINO UNIDO: Se mantiene neutral**

En línea con las expectativas, los laboristas arrasaron en las elecciones generales el 4 de julio, poniendo fin a 14 años de gobiernos conservadores. Los británicos, inmersos en una economía estancada, apostaron por un cambio. Un nuevo gobierno liderado por Sir Keir Starmer, que podría ser positivo para los mercados considerando que la agenda de los

laboristas es más pro crecimiento con foco en mantener la sostenibilidad fiscal, prometiendo no subir impuestos y mayor cercanía con la Unión Europea.

Por el lado económico, el *momentum* se mantiene positivo. Las perspectivas apuntan a que el país crecería impulsado por mayor gasto de gobierno, 0.7% este año y 1.3% en 2025, apoyado en una mayor demanda interna resiliente (ambos años corregidos al alza en el último mes). 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. No obstante, la inflación da señales de ceder. En mayo la inflación se desaceleró, en línea con lo esperado (2.0% anual medida *headline* y 3.5% el registro subyacente). Así, el mercado vuelve a esperar dos recortes de tasa para este año, partiendo en septiembre. Al 11 de julio la curva de tasas se empina con mayores caídas en el último mes en la parte corta de la curva: la tasa a 2 años se ubica en 4.05% y la de 10 años en 4.10%.

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 y un nuevo gobierno que traería cambios. Además, dado valorizaciones que transan bajo el promedio de 5 años en términos absolutos y relativos, **se decide mantener el neutral en acciones británicas.**

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

La carrera presidencial cobra relevancia y afecta a los mercados. Luego del desastroso debate entre Biden y Trump la última semana de junio, se pone en duda la candidatura de Biden y aumenta la probabilidad de que Trump sea escogido (según Predictit podría ser escogido con casi un 70% de probabilidad luego del intento fallido de asesinato que sufrió el 13 de julio en Pensilvania). Así, una eventual nueva presidencia de Trump con una mayoría en el Congreso (*sweep* republicano) podría tener el poder de renovar los programas de recortes de impuestos y presionar las ya debilitadas cuentas fiscales. De esta forma, posterior al debate e intento de asesinato en contra de Trump se ha visto un salto en la curva de tasas de interés y presión en el precio de los bonos a pesar de una inflación que se desacelera.

La presión al alza en las tasas logró ser compensada en parte luego de datos de inflación menor a lo esperado y señales de enfriamiento del mercado laboral que llevan a internalizar el comienzo de los recortes de tasas por parte del Fed en septiembre, con hasta 2 recortes este año. La curva de tasas de interés de bonos del Tesoro se mantiene con alta volatilidad reaccionando no solo a los datos económicos sino también a la política. En los últimos 30 días se vio un *bull steepening* (caídas más pronunciadas en la parte más corta de la curva). Al 15 de julio la tasa a 10 años se ubica en 4.23% y la de 2 años alcanza 4.45%. En el tramo 2-30 años la curva se desinvierte con alzas en la parte larga ante la expectativa de mayor déficit fiscal en un nuevo gobierno de Trump.

A nivel económico se va configurando un escenario donde el *soft landing* se hace más probable. La economía se enfría, pero a un ritmo gradual. La inflación de junio sorprendió a la baja, por segundo mes consecutivo, llegando a 3.0% anual (con la medida subyacente manteniéndose en 3.3%). Mientras el mercado laboral también se normaliza. En junio la creación de empleo alcanzó 206 mil nuevos puestos, sobre lo estimado, pero se corrigió a la baja en 111 mil puestos en

total los dos meses anteriores. Con esto, la tasa de desempleo subió a 4.1%, a la vez que los salarios se desaceleran a un aumento de 3.9% anual.

En otros datos económicos, el enfriamiento económico también se refleja en el consumo. En mayo las ventas minoristas volvieron a decepcionar con un crecimiento mensual de 0.1%. Las perspectivas para el sector se deterioran y el indicador líder ISM de servicios cae a 48.8 pts. en junio, desde 53.8 en mayo. El de manufacturas también decepciona y retrocede a 48.5 pts.

A pesar de la pérdida de *momentum* económico, las acciones siguieron el rally. Las acciones estadounidenses lideraron las ganancias en junio, impulsadas por las grandes tecnológicas. En el caso del Nasdaq100, el índice tecnológico subió 6.2%, con NVIDIA subiendo 12.7%. Evidenciando lo altamente concentrado del rally en unas pocas acciones tecnológicas ligadas a inteligencia artificial, al cierre del primer semestre el S&P500 había rentado 15%, con NVIDIA subiendo casi 150% y explicando 30% del retorno del índice.

Ad portas del comienzo de la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, se espera que en promedio las acciones del S&P500 tengan un crecimiento de utilidades ~9% interanual, liderados por sectores de tecnología, servicios comunicacionales y salud. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 12%, dato que se mantienen en el último mes y supera a pares desarrollados.

Las valorizaciones mantienen una tendencia al 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.

Debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, una economía que da señales de enfriamiento, tasas de interés con elevada volatilidad y la llegada del verano en el hemisferio norte – que se caracteriza por menos volúmenes transados-, pero contrastado con un fuerte *momentum* accionario y entrada neta de flujos, es que se decide mantener **cautela en las acciones americanas con un neutral en *value* y *small cap*, llevando a *overweight growth***, donde está concentrado el rally.

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

Las acciones japonesas llegan a nuevos máximos históricos, impulsadas por la debilidad del yen y el mayor atractivo del sector exportador. No obstante, en dólares las acciones japonesas siguen quedando rezagadas y tuvieron uno de los peores desempeños de mercados desarrollados durante junio (Nikkei rentó apenas USD 0.5%).

En cuanto a valorizaciones, la razón P/U *fwd.* se mantiene en niveles justos en términos absolutos, pero las acciones transan con descuento respecto a pares desarrollados. Por su parte, las utilidades crecerían en 2024 en torno a 10%, estimación que se corrige al alza el último mes y es similar a pares desarrollados.

Por su parte, el *momentum* económico mejora, volviendo a positivo. No obstante, la estimación de crecimiento para 2024 se ha seguido recortando para llegar a 0.2%. En 2025 se espera un crecimiento de 1.2%, corregido al alza en el último mes.

La inflación se ubicó en mayo en 2.8% anual (2.1% en la medida subyacente), subiendo algo 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 alzas más en lo restante del año, entre septiembre y octubre, lo que podría dar soporte a un



yen que se ha debilitado significativamente (2.2% en junio). En lo corrido del año el yen ha perdido casi 13% de su valor, llegando a ¥162 por dólar el 3 de julio, generando expectativas acerca de una posible intervención que logre apreciar la moneda.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones, las reformas estructurales en curso, mejora en el *momentum* económico y corporativo, salidas de flujos de inversión persistentes en los últimos dos meses nos llevan a tomar cautela en la medida en que no veamos señales de que, además, se dé soporte al yen. Así, **se decide mantener la posición neutral en acciones japonesas.**

### **UW ACCIONES EMERGENTES: OW China, UW LatAm y neutral Asia EM ex China**

En junio, EEUU volvió a impulsar el desempeño de los mercados globales, en tanto algunas regiones emergentes se quedaron atrás. China tuvo un desempeño marginalmente negativo, pero comienza julio con un *momentum* positivo. Por el lado de Asia EM ex. China, se contagió del buen desempeño de EEUU y fue la región que más rentó dentro del portafolio del TAACo. Al contrario, América Latina no logra generar tracción, sumida en ruidos políticos que han inyectado volatilidad al mercado. En este contexto, **se decide llevar a un leve UW la posición en mercados emergentes**, desde neutral.

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

Los principales mercados de la región, Brasil y México, continuaron con caídas durante junio, exacerbadas por desafortunados dichos de Lula y el resultado de las elecciones respectivamente. Esto arrastró el desempeño del resto de la región, que junto con monedas que se depreciaron producto del dólar al alza y factores locales, la baja en dólares fue más pronunciada. A su vez, los bancos centrales de la región comenzaron a adoptar tonos más cautelosos, con pausas en sus ciclos de recortes de tasas que se hicieron más generalizadas durante junio. Si bien el *momentum* económico mejora en algunos países, la recuperación se da con baches y no logra impulsar al mercado accionario. De esta manera, **se decide llevar a UW las acciones Large Cap desde neutral, y mantener el UW en Small Cap.**

En **Brasil**, el mercado siguió a la baja en junio (-4.5% en USD), presionado por dichos del presidente Lula da Silva poco amigables con el mercado, junto con la consolidación de expectativas de mayores tasas de interés. El presidente brasileño enunció comentarios que sugerían que el Banco Central era una institución política, presionándolo para seguir bajando tasas, además de declarar que su administración actuará para controlar la volatilidad observada en el tipo de cambio. Sin embargo, al día siguiente de emitir estos comentarios se reunió con el ministro de Hacienda, con un mensaje bastante más alentador; el proyecto de ley de presupuestos 2025 a ser ingresado el 31 de agosto, incluirá recortes de gastos por R 25.9 mil millones, además de congelar ciertos gastos fiscales para cumplir con la meta de este año. Aun así, el mercado espera que en los próximos meses se conozcan esfuerzos de parte del gobierno para aumentar los ingresos fiscales. De esta manera, el mercado brasileño revirtió la tendencia a la baja los primeros días de julio. No obstante, el Banco Central demostró su independencia y pausó de manera unánime los recortes de tasas, llevando al mercado a consolidar sus expectativas respecto a que la tasa Selic se mantendrá en el nivel actual de 10.50% por el resto del año. Por otro lado, la resiliencia económica continúa, y tanto el PMI de manufacturas como servicios se mantuvieron en terreno expansivo en junio (52.5 y 54.8 pts. respectivamente). Tras varios meses de caída del mercado accionario, las valorizaciones se han aliviado y transan 0.6 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como P/U *trailing*). En línea con una sana actividad económica, las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento de más de 8% este año. A pesar de una economía que luce saludable, los altos niveles de tasas son históricamente detractores para el mercado accionario. Una tasa Selic sobre el 10% mantiene más atractiva la renta fija, que la variable, gatillando salida de flujos de esta última, en línea con lo observado en los últimos meses del conjunto de ETFs. De esta manera, **se mantiene la posición neutral en acciones brasileñas.**

En **México**, continúa la volatilidad política tras las elecciones y el sentimiento de incertidumbre ha permeado a los mercados. Así, el mercado mexicano cayó USD 12% en junio, presionado por un peso mexicano que se depreció más de un 7%. Esto llevó a las valorizaciones a transar 0.7 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años (P/U *trailing* y *forward*). Aun cuando las acciones exhiben un descuento atractivo, los fundamentos macro no son claros, y algunos datos siguen mostrando señales de enfriamiento de la economía, así como las proyecciones de crecimiento para este año se revisaron a la baja hasta 2.1%. A su vez, ahora el mercado espera que la tasa de referencia cierre el año en 10.25%, lo que significa un recorte de 25 pbs. menos de lo que se esperaba antes de las elecciones, lo que conversa con la última decisión del Banxico de continuar con la pausa del ciclo de bajas de tasas. Por otro lado, la presidenta electa nombró a su gabinete en tandas, entregando señales mixtas. Si bien algunos miembros del gabinete electos la desmarcan de la actual administración o son figuras reconocidas de la academia, otros dan cuenta de la continuidad del gobierno de AMLO y algunos incluso están relacionados con escándalos de corrupción. Además, se mantiene elevada la probabilidad de aprobación de la reforma judicial, que pone en duda parte de la institucionalidad del país. Así, dada la incertidumbre que se mantendrá en el mercado mexicano, **se opta por llevar a UW la posición neutral que se traía en acciones mexicanas.**

El mercado **chileno** cayó en junio, al igual que el resto de la región, presionado además por una depreciación del tipo de cambio particularmente incidida por la caída del cobre de 4.8% en el mes. Las acciones se vieron arrastradas por el retorno de sus vecinos, así como la corrección en el precio del cobre. Sin embargo, los fundamentos se mantienen sólidos y el índice podría revertir hacia adelante la caída observada en junio. El Informe de Política Monetaria publicado por el Banco Central en junio, revisó al alza las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo, impulsado principalmente por una mejora en las perspectivas de inversión, producto entre otras cosas, de proyecciones más elevadas para el precio del cobre. Por el lado de la inflación, sí se esclarecieron nuevas fuentes de alzas en los precios, asociadas al descongelamiento de las tarifas eléctrica, que llevaban sin variar desde el estallido social en 2019 y comenzarán a corregirse en julio. Esto llevó al Banco Central a adoptar una postura algo más *hawkish* en su última reunión, a reducir el ritmo de recortes a 25 pbs., llevando la tasa a 5.75% y señalando una pausa en lo que resta de este año. Tras estos mensajes, el mercado ajustó marginalmente al alza sus expectativas de tasa de referencia para este año, pero postergó la convergencia de la inflación a la meta de 3.0% recién a 2026, producto de los nuevos focos inflacionarios. A pesar de que esto solo constituye un bache en el camino, el dato de inflación de junio sorprendió y cayó 0.1% mensual. Por otro lado, la incertidumbre política se mantiene baja y la probabilidad de que se apruebe una reforma de pensiones radical se mantiene acotada, sobre todo después del informe de la mesa técnica en que no se logró acuerdo de, entre otros aspectos, el destino de los 6 puntos adicionales de cotización. A su vez, con el revuelo que está causando el descongelamiento de las tarifas eléctricas, el foco se ha desviado de la reforma tributaria que planteaba el gobierno. Por el lado de las valorizaciones, la razón P/U *fwd.* luce con un leve descuento histórico, que se acortó en julio producto de revisiones al alza en las proyecciones de utilidades. De tal manera, a pesar de un mes de junio en que las acciones chilenas tuvieron una rentabilidad negativa, el escenario macro sigue apuntando a una recuperación económica, la incertidumbre política se mantiene baja, y el cobre comienza a revertir la corrección observada durante el mes anterior, por lo que se decide **mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia** la actividad económica ha seguido sorprendiendo y creció 5.5% anual en abril. A su vez, la inflación se aceleró levemente en junio, en línea con lo esperado por el mercado, pero el registro subyacente sigue a la baja. De esta manera, el Banco Central en su última reunión de política monetaria mantuvo el ritmo de recortes de tasas, reduciendo la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 11.25%, con una decisión dividida en la que cuatro directores optaron por esa decisión, mientras que 2 votaron por reducirla en 75 pbs. De esta manera, en adelante, el mercado espera que se mantenga este ritmo, dado que el dato de inflación de junio mostró una pausa en la tendencia a la baja que venía mostrando el registro los últimos 15 meses. Los recortes de tasas aportarán a una aceleración de la actividad en el segundo semestre, con una mayor contribución de la inversión. Sin embargo, la situación política sigue siendo ruidosa, debido a que el presidente



anunció un cambio de gabinete en las carteras de interior, transporte y agricultura, siendo el cambio en el primer ministerio más relevante para el mercado. El nuevo ministro del interior, Juan Fernando Cristo, fue una buena noticia para el mercado inicialmente, ya que previamente había ejercido dicho cargo bajo el presidente Juan Manuel Santos. No obstante, al asumir declaró la importancia de un acuerdo nacional para que avance la asamblea constituyente, añadiendo ruido al escenario político. Además, el comité de la regla fiscal alertó sobre los riesgos de las finanzas públicas. Respecto de las variables de mercado, las valorizaciones continúan atractivas transando en torno a 0.7 desviaciones estándar bajo sus promedios de 5 años (tanto P/U *fwd.* como *trailing*), pero se sigue proyectando una caída en las utilidades para este año. A su vez, en el último mes los flujos al conjunto de ETFs están planos. De esta manera, a pesar de mejora en las perspectivas macroeconómicas y un banco central que mantiene un tono *dovish*, los ruidos políticos aumentan, no se ven entradas de flujos y las proyecciones de utilidades son negativas, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú** la actividad económica también ha mostrado señales de mejora, y en abril creció 5.3% anual. Esto se ha visto plasmado en las expectativas de la encuesta de expectativas macroeconómicas publicada por el Banco Central, en que todos los grupos encuestados revisaron al alza las proyecciones de crecimiento para este año, esperando un 3% según analistas económicos. Las perspectivas de inflación no exhibieron tantos cambios, con el dato de junio que se aceleró marginalmente hasta 2.3% anual, pero el registro subyacente se mantiene sobre 3%. Esto puede llevar a que el Banco Central vuelva a mantener inalterada la tasa de referencia en julio, tras hacerlo durante el mes anterior. Por el lado político, la última semana de julio se elegirá la nueva mesa del Congreso, pudiendo añadir volatilidad a la situación actual. Si se elige un presidente con un discurso fuerte en contra de la mandataria, puede acentuarse la persecución política hacia Dina y gatillar juicios políticos o investigaciones en casos de corrupción. Sin embargo, este escenario es poco probable. El mercado accionario peruano continúa con valorizaciones que lucen justas, transando en torno a promedios de 5 años, pero las proyecciones de crecimiento de utilidades son de las más altas para este año dentro del grupo de países emergentes y continúan las entradas netas de flujos de inversión a los ETFs del país. De esta manera, con mejores perspectivas macro y de utilidades, pero valorizaciones justas y un Banco Central que puede continuar con la pausa de los recortes de tasas de interés, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina** el mercado pausó las alzas en junio, a pesar de importantes acontecimientos políticos que debían ser positivos para el mercado. Así, las acciones cayeron 10.7% en dólares. Por el lado de la inflación, esta sigue dando buenas noticias y continúa a la baja en términos mensuales, destacando la caída en el registro subyacente. Sin embargo, la actividad sigue sin dar señales de recuperación, y en abril la actividad se contrajo 1.7% anual. Con el fin de la tramitación y aprobación de tanto la Ley Bases como el paquete fiscal, el presidente Javier Milei, siguió en busca de mejorar las finanzas fiscales. De esta manera, recientemente firmó el “Pacto de Mayo” con 18 gobernadores, que contiene 10 puntos en para avanzar en el desarrollo. Algunas de las medidas incluyen reducir el gasto fiscal al 25% del PIB y abrir la economía. Si bien esto no necesariamente se logrará, es un avance en resolver los desequilibrios macroeconómicos de Argentina. Además, el gobierno anunció un avance en la eventual eliminación del cepo cambiario y comunicó que el Banco Central esterilizará los pesos que emita vendiendo dólares al nivel Contado con Liquidación (Blue chip swap), lo que además puede tener impacto en la acumulación de divisas de parte de la autoridad monetaria. Otro aspecto clave para que continúe la gobernabilidad, es que la aprobación presidencial no se desplome y la población continúe tolerando el ajuste. En el último mes, se siguieron observando entradas netas de flujos de inversión al conjunto de ETFs de este país y las valorizaciones continúan atractivas. Sin embargo, a pesar de la menor inflación y variables de mercado que favorecen la inversión en acciones argentinas, **se mantiene la posición *underweight*** a la espera de señales de recuperación económica.

## CHINA: Se decide mantener *OW*

Durante junio las autoridades no hicieron anuncios de estímulos o medidas de apoyo sorprendentes, algo que los inversionistas esperan constantemente y su ausencia se deja sentir en el mercado accionario, donde el índice MSCI cayó USD 2.7% ya que los estímulos son relevantes para el sentimiento del inversionista extranjero principalmente.

Así, de cara a julio, las miradas del mercado se centran en las posibles medidas que se anuncien posterior a la realización de la reunión del Tercer Pleno, que se realizará entre el 15 y 18 julio. Esta instancia se realiza cada 5 años con el objetivo de alinear las políticas económicas de los próximos 5 años. En el pasado solía realizarse un año después del anuncio de cambio de líder supremo y nombramiento del nuevo congreso, sin embargo, esta es la primera vez que se realiza en julio y con más de un año de “mandato”. El mercado espera sorpresas positivas y medidas que mejoren; (i) productividad, (ii) mercado inmobiliario -de la mano de una reforma agraria que promueva un nuevo proceso de urbanización o a lo menos incorpore el *hukou* (sistema de registro de hogares), dando la señal de reequilibrio de mediano plazo en el sector-, y (iii) estructura fiscal, tanto entre el gobierno central y locales, la eficiencia de los ingresos y la disciplina fiscal. Por otro lado, a finales de mes se realizará la reunión del Politburó, que podría impulsar el sentimiento positivo respecto del anuncio de medidas de soporte a la economía.

Aun así, apenas comenzó el mes se conoció un nuevo programa de venta de bonos corporativos que busca aumentar la confianza en el sector privado. El programa de “bonos cubiertos” les permite a las empresas utilizar distintos tipos de garantías como derechos de propiedad intelectual, acciones o derechos de uso de tierra (entre otros). Algunas empresas ya han emitido bonos mediante este programa.

Por el lado de lo geopolítico, en primer lugar, respecto a la relación con Estados Unidos, la candidatura presidencial ha friccionado las relaciones y cada vez más a medida que nos acercamos a noviembre. Durante el primer debate presidencial, Trump acusó a China de estar matando a Estados Unidos y que Biden lo está permitiendo, en torno a una pregunta sobre el control de drogas. En segundo lugar, a nivel internacional se ha intensificado la crítica en torno a la relación de apoyo entre China y Rusia, además de acusar a China de apoyar económica y militarmente a Rusia en la guerra con Ucrania. En tercer y último lugar, se realizó la investigación de la Unión Europea a los vehículos eléctricos de origen chino, que finalizó en una imposición de aranceles provisionales que comenzaron a regir a partir del 5 de julio. Estos aranceles provisionales son adicionales al 10% que ya se les aplica a las importaciones, un 37.6% para el fabricante de MG, un 19.9% para Geely y un 17.4% para BYD, además de un 20.8% para el resto de los fabricantes. Aunque el vicepresidente de la comisión europea comunicó la realización de conversaciones con las autoridades chinas para buscar una solución beneficiosa mutua. La comisión europea tiene hasta noviembre para determinar cuáles serán los aranceles finales. Además, en la misma línea, Canadá se habría sumado a Estados Unidos y la Unión Europea y habría iniciado un periodo de investigación necesario antes de proceder al aumento de aranceles.

Por otro lado, continúa el buen *momentum* económico. El indicador PMI Caixin de manufacturas y servicios continúan en terreno expansivo en junio (51.8 pts. y 51.2 pts. respectivamente), con el PMI de manufacturas alcanzando el registro más alto desde mayo de 2021, impulsado por el crecimiento de los nuevos pedidos y la producción. Al mismo tiempo que las exportaciones sorprendieron al crecer 8.6% anual en junio, sin embargo, las ventas minoristas decepcionaron al crecer 2.0% anual el mismo mes, cerrando el segundo trimestre con un crecimiento de la economía de 4.7% anual, desacelerándose respecto el 5.3% anual del primer trimestre. Finalmente, por el lado monetario la inflación aumentó 0.2% anual en junio y se espera que el Banco Central mantenga las tasas de préstamo a 1 y 5 años en la reunión de julio.

Respecto a las valorizaciones, las acciones chinas transan con descuento en la razón P/U *fwd*. Al mismo tiempo que la proyección de crecimiento de utilidades se encuentra en 13% y 12% para este y el próximo año respectivamente. Con respecto a flujos, se observan entradas de flujos a ETFs y fondos durante las últimas seis semanas consecutivas. Considerando el *momentum* económico más favorable, el optimismo en torno a las medidas del Tercer pleno y la reunión del politburó, valorizaciones atractivas y entrada flujos **se decide mantener el *OW* acciones chinas**.

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

La región destacó en junio, impulsado por Taiwán, Corea del Sur e India, que rentaron USD 8.1%, 8.0% y 6.9% respectivamente. Los primeros dos impulsados por el buen *momentum* de las acciones tecnológicas de EE.UU., e India porque se consolidó un panorama político más estable, y un gobierno que seguirá con sus políticas *market friendly*. A pesar de que los principales países del índice mantienen fundamentos sólidos, en Taiwán las valorizaciones lucen especialmente caras con respecto a su historia y está sujeta a conflictos geopolíticos con China, y en Tailandia la visión se mantiene negativa.

El mercado accionario **indio** tuvo uno de los mejores rendimientos durante junio en Asia EM, rentando 6.9% (en USD), liderado por la reelección del primer ministro Modi y la estabilidad política que volvió a instalar. Continuando con la geopolítica, Modi visitó a su homólogo ruso Vladímir Putin en Moscú, siendo la primera visita al Kremlin desde 2019. Los principales temas de la conversación incluyeron defensa, comercio y energía, además Modi comentó que la resolución entorno a la guerra con Ucrania debe perseguir el diálogo y la diplomacia, luego de conocerse sobre un ataque ruso a un hospital en Kiev. Por otro lado, durante junio comenzó la inclusión de bonos gubernamentales indios en el índice global de JP Morgan, lo que les entregaría otro impulso y liquidez a las empresas privadas. Por su parte, la economía mantiene el *momentum*, el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 58.3 pts. y 60.5 pts. respectivamente en junio. Por el lado de la inflación, esta sorprendió al alza en junio, registrando 5.1% anual, presionada por el aumento de precio de los alimentos debido a las olas de calor y debilidad del monzón (asociado a las lluvias y beneficioso para las cosechas), ajustando la oferta. El gobernador del Banco Central comunicó que es muy pronto para hablar de recortes de tasas, pese a que la inflación se mantiene dentro del rango de tolerancia del Banco Central, la convergencia a la meta (4.0%) es primordial y prefiere no dar ningún tipo de orientación futura para que las partes interesadas no lo aborden de una forma equivocada. Así para la reunión de política monetaria de agosto se espera que se mantenga la tasa de referencia en 6.5%. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan sobre 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. En conjunto con un sólido *momentum* económico, político, corporativo y constantes entradas netas de flujos, **se decide llevar a *overweight* las acciones indias**.

Durante junio las acciones **surcoreanas** avanzaron USD 8.0% impulsado por el buen *momentum* de semiconductores y el rezago que mantenía. En la misma línea, Samsung la principal empresa del índice accionario MSCI, reportó los resultados del segundo trimestre del año, sobre las expectativas del mercado. La demanda de semiconductores impulsó los precios de chips que en promedio aumentaron 15% respecto al trimestre anterior, aunque el informe completo de las ganancias del segundo trimestre se conocerá a fines de julio. Por otro lado, continúa con *momentum* macroeconómico positivo. El PMI de manufacturas se encuentra en terreno expansivo en junio (52 pts.), siendo el registro más alto desde abril de 2022 potenciado por el crecimiento más rápido de órdenes de fabrica desde febrero de 2022. Por otro lado, las exportaciones de junio crecieron 5.1% anual impulsado por semiconductores, donde la exportación de éstos creció 51% en doce meses. Por el lado de los precios, la inflación continúa desacelerándose y en junio aumentó 2.4% anual, el registro más bajo en

11 meses y continuando con la convergencia al objetivo del Banco Central (2%), aunque la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 3.5%, cuando la autoridad monetaria enfatizó en la importancia de la convergencia a la meta y el monitoreo de la deuda de los hogares. 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 de inversión por 15% al conjunto de ETFs del país y las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para este año y el próximo año proyectando un crecimiento de 102% y 29% respectivamente. En el contexto de *momentum* macroeconómico positivo, valorizaciones atractivas y entrada de flujos **se decide mantener el *overweight* de acciones surcoreanas.**

En **Taiwán** las tensiones con China durante junio continuaron luego de la toma de mando del presidente Lai Ching-te en mayo, incluso a las autoridades les preocupa que China aumente la detención de taiwaneses en el continente para presionar al presidente Lai, friccionando más las relaciones entre ambas partes del estrecho. Además, la tensión en las relaciones aumentó luego que la guardia costera china detuviera un barco pesquero taiwanés que violaba la prohibición de pesca. Sin embargo, las acciones taiwanesas aumentaron USD 8.1% en junio, dejando de lado las tensiones e impulsado por la industria de semiconductores liderada por Taiwan Semiconductor, que se proyecta que sus ingresos crecieron 36% anual durante el segundo trimestre y sobre el consenso del mercado, aunque el reporte corporativo oficial será el 18 de julio. Por el lado económico, el PMI de manufacturas registró 53.2 pts. en junio. el más alto desde marzo de 2022, cuando las exportaciones crecieron 23.5% anual impulsada por los semiconductores. Por el lado de la inflación, esta volvió a acelerarse hasta 2.4% anual en junio, mientras que el Baco Central decidió mantener la tasa de referencia en 2% durante junio, comunicando que el nivel actual es consistente con el desarrollo económico y un sistema financiero estable. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones lucen cara, cuando no se observan ni entrada ni salidas de flujos del principal ETF del país. Al mismo tiempo que la proyección de crecimiento de utilidades se corrigen al alza para este año. De esta forma la combinación de factores positivos como un mejor *momentum* macroeconómico y proyección de crecimiento de utilidades que se corrigen al alza, pero negativos como valorizaciones ajustadas, flujos que disminuyen y tensiones geopolíticas, se decide **mantener la posición neutral las acciones de Taiwán.**

Las acciones **indonesias** avanzaron USD 1.9% en junio. Por su parte, las valorizaciones accionarias lucen atractivas, las proyecciones de utilidades apuntan a un crecimiento en torno a 6.4% para este año y se observan salidas de flujos del principal ETF del país por 7% del AUM en el último mes. Por el lado macroeconómico, continúa un *momentum* positivo, aunque perdiendo dinamismo y el PMI de manufacturas cayó a 50.7 pts. en junio vs. 52 pts. del mes previo. Por el lado de la inflación, esta continúa desacelerándose, alcanzando 2.5% anual en junio, aunque el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 6.25%. Por el lado político, el ruido en torno al presidente electo continúa, e incrementa el riesgo de gasto fiscal, nacionalismo y autoritarismo. 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 se encuentra en terreno de expansión (51.7 pts. junio), pero la inflación decepcionó al aumentar 0.6% anual en junio, bajo el dato del mes previo (1.5%) y las expectativas del mercado (1%). El Banco Central mantuvo la tasa de referencia en 2.5%, pese a que las autoridades presionan para que inicie el ciclo de recortes e incluso han llamado a elevar la meta de inflación. Por el lado de las acciones, éstas cayeron USD 3.2% durante junio, presionada por riesgos internos, en tanto el regulador introdujo medidas para frenar las ventas cortas, aunque principalmente las ventas ilegales y prácticas inapropiadas, impactando el sentimiento del inversionista. Por el lado político, el poder judicial anunció que las decisiones sobre los juicios tanto hacia el primer ministro y la disolución del partido opositor serán antes de septiembre, sin entregar mayor detalle. Aunque las valorizaciones accionarias son atractivas (*P/U fwd.*), las proyecciones de crecimiento de utilidad que se corrigen a la baja para este año (~12%) durante el último mes y salida

de flujos en todos los plazos del principal ETF del país. De este modo, con una economía deprimida, incertidumbre interna y salida de flujos, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

## EMEA

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

**Sudáfrica** sorprendió durante junio y rentó 9.1% (en USD) al mismo tiempo que el rand sudafricano se apreció 4.2% luego que el presidente Ramaphosa lograra una coalición “nacional” entre los partidos y continuar en el poder. Aunque dos partidos en especial no quisieron unirse, el gabinete fue conformado por 7 partidos, con el ANC a la cabeza de la mayoría de las carteras y liderando los principales ministerios, y el partido DA, que también influirá activamente. Este fue un hecho sin precedentes, pero dada las divergencias de pensamiento, cabe preguntarse qué tan fuerte o duradera será esta coalición y mantenemos cautela, sin obviar el optimismo del mercado. Por el lado macroeconómico, continúa con una economía deteriorada, un PMI de manufacturas en terreno contractivo (49.2 pts en junio), una inflación pegajosa (5.2% anual en mayo) y una postura aún restrictiva por parte del Banco Central con una tasa de referencia en 8.5%. Respecto de las valorizaciones, estas lucen atractivas (P/U *fwd.*) y se observan entradas de flujos de 9% de AUM al principal ETF del país en el último mes. En el contexto de una política interna algo más sólida y valorizaciones atractivas se **decide neutralizar las acciones sudafricanas.**

La economía **turca** continúa deprimida y el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo y continúa cayendo durante junio (47.9 pts.). Aunque la inflación retrocedió desde el máximo en mayo y durante junio aumentó 71.6% anual, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 50.0% por tercera reunión consecutiva, aunque algunos funcionarios incluso han insinuado que podrían iniciar el ciclo de recortes ya que la economía comenzaría a recuperarse. Por el lado de la política, pero en línea con las presiones inflacionarias, las autoridades descartaron el aumento del salario mínimo demostrando compromiso con disminuir la inflación. Por el lado del mercado accionario, durante junio las acciones turcas rentaron USD 0.7%, bajo el índice emergente. Por otro lado, las proyecciones de utilidades se corrigen a la baja y se proyecta un crecimiento de 11.5% para este año, al mismo tiempo que se observan salidas de flujos de inversión de 9% del AUM del principal ETF del país durante el último mes. Las valorizaciones se encuentran en torno a su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd.* Debido a la debilidad macroeconómica y valorizaciones más ajustadas, pero un mercado accionario utilizado como refugio **se mantiene en neutral las acciones turcas.**

Finalmente, las tensiones entre **Arabia Saudita** y sus pares europeos del G7 se elevaron, dado que estos últimos están evaluando tomar utilidad de los activos rusos congelados bajo su posesión y permitir que vuelvan a transarse libremente. Así, el ministro de finanzas saudí habría amenazado con vender parte de los bonos europeos que posee, particularmente franceses, demostrando la clara postura del reino en torno a su relación con Rusia, en conjunto con los principales productores de la OPEP. Por el lado económico, el indicador PMI de manufacturas continúa en amplio terreno expansivo (55 pts. en junio). Con respecto al petróleo, según las estimaciones del mercado, durante junio las exportaciones de crudo volvieron a los niveles de la pandemia, demostrando la debilidad de la industria. Finalmente, el mercado de valores saudí rentó USD 3.1% en junio y se observan salidas de flujos de inversión del principal ETF del país en el último mes por 3% del AUM, 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, con precios del *commodity* que mantienen su volatilidad y movimientos sorpresivos a causa recortes de producción y conflictos armados en Medio Oriente **se decide mantener una posición neutral en Arabia Saudita.**



## RENTA FIJA

**US TREASURIES:** se mantiene el *OW* en *treasuries* de 2 y 10 años, neutralizando la sobreexposición en *treasuries* de 30 años, mientras que se mantiene el neutral en TIPS

En julio, las tasas comienzan el mes a la baja a medida que los últimos datos económicos señalan cierto enfriamiento de la economía norteamericana y el Banco de la Reserva Federal, a pesar de que mantiene un enfoque de data dependencia, adquiere un tono menos *hawkish*, acercándose hacia un posible primer recorte de tasas en septiembre. Sin embargo, con el inicio del mes, observamos nuevos riesgos y el ruido de las elecciones presidenciales comienza a afectar a los mercados de renta fija, de manera que la elevada probabilidad de una victoria de Trump junto con una mayoría Republicana en el senado genera un incremento en las preocupaciones por la política fiscal norteamericana afectando principalmente a la parte larga de la curva. En cuanto a los últimos datos económicos, el mercado laboral da señales de enfriamiento con una tasa de desempleo que aumenta a 4.1% en junio, una creación de empleo de los últimos meses que se revisa a la baja y salarios que se desaceleran. Por el lado de la inflación, el registro de junio sorprendió desacelerándose más de lo esperado, de manera que la medida *headline* baja a 3% en doce meses y la medida subyacente alcanza el 3.3%. Parte de esta sorpresa se explica por la caída en los componentes de servicios que finalmente comienza a mostrar señales de enfriamiento, con una inflación *supercore* -servicios *ex-shelter*- que aún se mantiene elevada, pero cae por segundo mes consecutivo y alcanza 4.67% interanual. Por otro lado, con el positivo registro de inflación, el mercado aumenta las expectativas de recortes este año y comienza a consolidarse el escenario de 2 recortes de tasas en las reuniones de septiembre y diciembre. Es así que, en julio se mantiene la alta reactividad de las tasas a datos económicos y luego de datos de empleo e inflación más débiles, las tasas vuelven a caer y la tasa de 10 años pasa de 4.39% del cierre de junio a 4.23%, mientras que la tasa de 2 años cae desde 4.76% a 4.45%. Esta mayor caída en las tasas cortas responde a la expectativa de un ciclo de recortes más agresivo que impulsa a la parte corta de la curva, junto con la mayor preocupación por el déficit fiscal producto de las elecciones, lo que mantiene más elevada la parte larga de la curva. 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 en julio, alcanzando los 87 pts., nivel relativamente bajo en el contexto del ciclo de tasas actuales, sin embargo, la curva aún mantiene la elevada reactividad a la publicación de datos económicos. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, se ajustan a la baja alcanzando 1.92% y 2.27% respectivamente, en línea con la sorpresa inflacionaria a la baja en el registro de junio y expectativas ancladas a la meta. De esta manera, este último mes observamos como los datos de inflación y empleo apuntan a un enfriamiento gradual de la economía, en línea con un escenario de *soft landing*, y se comienza a consolidar la expectativa de dos recortes de tasas en el mercado. Por otro lado, también aumenta el ruido político a medida que nos acercamos a las elecciones presidenciales de noviembre y el mercado empieza a incorporar la expectativa de un segundo mandato de Trump que podría ser más inflacionario e implicaría un aumento del déficit fiscal estadounidense. 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 mantiene el OW en treasuries de 2 y 10 años dada nuestra expectativa de un enfriamiento gradual de la economía y un inicio de ciclo de recortes en septiembre, mientras que se toma utilidad del OW en treasuries de 30 años llevando a neutral esta posición, observando mayor volatilidad en la parte larga de la curva. 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 mantiene el *UW*

Con respecto a la deuda desarrollada, este último mes volvemos a observar divergencias en los desempeños de los países desarrollados. Sin embargo, a diferencia de los meses anteriores, en donde las divergencias respondían principalmente a los diferentes escenarios económicos y acciones de los bancos centrales, el mes pasado el riesgo político tomó protagonismo en Europa con las repentinas elecciones de Francia y Reino Unido, incrementando la volatilidad en el viejo

continente, tanto en los mercados de renta fija como en los de renta variable. Por su parte, en EE.UU., el plano político también adquiere relevancia y el mercado comienza a incorporar una victoria de Trump junto con un mayor déficit fiscal afectando a las tasas largas. En cuanto a lo económico, en Europa la inflación vuelve a desacelerarse y alcanza el 2.5% anual en junio, sin embargo, la sorpresa económica vuelve a terreno negativo y la actividad económica continúa debilitada. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), a pesar de haber iniciado con el ciclo de recortes en junio, se mantiene alineado al Fed y no recortaría en la reunión de julio, esperando hasta septiembre y diciembre para continuar con el ciclo de recortes de tasas. Por otro lado, en EE.UU., la actividad económica se ha mantenido resiliente, pero comienza a dar señales de un enfriamiento gradual tanto en empleo como en inflación, mientras que las sorpresas económicas continúan en terreno negativo, igual que en Europa. En cuanto a *Investment Grade*, en junio el ruido de las elecciones en Francia e Inglaterra presionaron los spreads europeos al alza generando retornos negativos en la región y un *underperformance* significativo con respecto a EE.UU. Sin embargo, con el inicio de julio, una vez despejada la incertidumbre electoral, los spreads vuelven a comprimirse y la deuda europea recupera terreno frente a la norteamericana impulsada por el ajuste a la baja en las tasas. Por otro lado, a pesar de que la clase de activo en general se mantiene como una alternativa atractiva desde una perspectiva riesgo-retorno, los niveles actuales de *spreads* nos parecen poco atractivos y consideramos que el desacople de los spreads europeos producto de las elecciones ya se ha corregido e internalizado por el mercado, por lo que mantenemos preferencia en tasas base para realizar ajustes en la duración del portafolio a medida que nos acercamos a un inicio del ciclo de recortes de tasas en EE.UU. Debido a esto, **se mantiene la subexposición en *Global Investment Grade*.**

#### **GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW**

Por el lado de *high yield*, la clase de activo continúa con los desempeños positivos que hemos observado la primera mitad del año, en línea con el *momentum* del mercado accionario norteamericano, las expectativas de un escenario de *soft landing* en EE.UU. y los bajos niveles de spread que se mantienen en torno a los mínimos de la última década. Sin embargo, en este último mes, en donde las tasas caen, la clase de activo se queda rezagada con respecto de activos de mayor duración. 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 *global high yield* la primera mitad del año en un entorno de tasas al alza. No obstante, los últimos datos económicos indican a un enfriamiento gradual del mercado laboral norteamericano y 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 de desaceleración económica. En cuanto a duración, aunque aún mantenemos el *view* neutral en duración, tras las mejoras en los registros inflacionarios y la consolidación de la expectativa de un inicio de recortes de tasas en septiembre, nos parecen más atractivos en el largo plazo otros activos de mayor duración. 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 y local markets.**

En cuanto a la deuda emergente, con la llegada de julio observamos cómo las tasas de los bonos del tesoro americano cayeron a medida que el mercado internaliza que en septiembre iniciaría el ciclo de recortes por parte del Fed, impulsando así los retornos de los activos de renta fija, especialmente los de mayor duración. Por su parte, la deuda emergente no fue la excepción y la clase de activo continúa acumulando desempeños positivos, y aunque en lo que va de julio muestra un leve *underperformance* con respecto a la deuda desarrollada, en donde el ajuste de tasas fue más pronunciado, 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 continúa con desempeños positivos y en lo que va de julio genera un *outperformance* con 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 los actuales ruidos políticos, principalmente a los asociados con la política fiscal de países emergentes, por lo que mantenemos preferencia por la deuda corporativa dentro del mundo emergente. Respecto a esta última, se mantiene aún la convicción en la clase de activo, especialmente en Latinoamérica, que a pesar de los ruidos políticos de la región consideramos que en el entorno corporativo la buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y los bancos centrales en un ciclo de ajuste monetario expansivo serían determinantes para continuar observando los buenos desempeños de la región. 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 7.4%, un elevado nivel de *yield* de 8.4% 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 ajustan a la baja y los defaults esperados pasan de 4% a 3.6%, mientras que los *spreads*, aún se encuentran relativamente bajos con respecto su promedio histórico alineándose a movimientos globales, de manera que esperamos que se mantengan estables en los niveles actuales en el corto-mediano plazo. Por su parte, *Investment Grade* continúa ofreciendo un retorno atractivo considerando su nivel de riesgo, con un *yield* de 5.6% y una mayor calidad crediticia que le entrega mayor protección frente a *shocks* negativos 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*, durante junio el dólar mantuvo su fortaleza sobre el resto de las monedas y se apreció un 1.1% en el mes. Con la llegada de julio, tras la mejora en datos inflacionarios y el enfriamiento del empleo, el mercado comienza a incorporar un escenario de recortes más agresivo revirtiendo el alza de la moneda norteamericana y depreciándose un 1.7% (DXY) en lo que va del mes, 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 gran mayoría de las monedas tanto emergentes como desarrolladas vuelven a apreciarse tras las pérdidas de junio. Dado la anterior, observamos más espacio para las monedas emergentes en el corto plazo a medida que la economía estadounidense continúa enfriándose y el Fed se aproxima a iniciar el ciclo de recortes de tasas esta segunda mitad del año. Sin embargo, en el corto plazo aún se mantiene elevada incertidumbre y las decisiones de política monetaria, precios de *commodities* y entorno político de cada país serán determinantes en la trayectoria de sus monedas. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobreexposición en bonos corporativos HY e IG y en *local markets*.**

## EXPOSICIÓN A MONEDAS | JULIO 2024

Monedas	Bench.	Junio	Julio	OW/UW		Cambio
USD	57.5%	58.1%	58.6%	OW	1.1%	0.5%
EUR	7.5%	7.5%	7.5%	N		
GBP	1.5%	1.5%	1.5%	N		
JPY	2.5%	2.5%	2.5%	N		
GEMs	31.0%	30.4%	29.9%	UW	-1.1%	-0.5%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

## RESULTADOS TAACO GLOBAL | JUNIO 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%	2.1%	1.0%	1.1%	0.0	3.4
Renta Fija	50%	45%	-5%	0.5%	0.3%	0.3%	3.8	1.5
Caja	0%	5%	5%	0.4%	0.0%	0.0%	-4.5	
Oro	0%	0%	0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
<b>Portafolio</b>					<b>1.30%</b>	<b>1.35%</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.9</b>
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								<b>4.3</b>
Europe ex UK	14.0%	14.0%	0.0%	-2.5%	-0.35%	-0.35%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	-5.2%	-0.05%	-0.05%	0.0	
UK	3.0%	3.0%	0.0%	-1.8%	-0.05%	-0.05%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	17.0%	0.0%	7.4%	1.25%	1.25%	0.0	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	0.3%	0.05%	0.05%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	-1.3%	-0.05%	-0.05%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	-0.8%	-0.04%	-0.04%	0.0	
<b>Desarrollados</b>	<b>59.0%</b>	<b>59.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.76%</b>	<b>0.76%</b>	<b>0.0</b>	
LatAm	5.0%	5.0%	0.0%	-6.1%	-0.30%	-0.30%	0.0	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	-8.6%	-0.09%	0.00%	10.7	
China	10.0%	11.0%	1.0%	-1.9%	-0.19%	-0.21%	-4.0	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	8.4%	1.68%	1.68%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	4.1%	0.20%	0.20%	0.0	
<b>Emergentes</b>	<b>41.0%</b>	<b>41.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.37%</b>	<b>6.7</b>	
<b>Equities</b>					<b>2.07%</b>	<b>2.14%</b>	<b>6.7</b>	
Treasuries 2Y	5.9%	6.5%	0.6%	0.6%	0.03%	0.04%	0.0	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	1.3%	0.16%	0.18%	1.2	
Treasuries 30Y	7.2%	8.0%	0.8%	1.9%	0.13%	0.15%	1.1	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	0.8%	0.02%	0.02%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	-4.9%	0.3%	0.08%	0.07%	1.2	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	0.5%	0.02%	0.02%	0.0	
<b>Deuda Desarrollados</b>	<b>60.1%</b>	<b>57.1%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.45%</b>	<b>0.47%</b>	<b>3.4</b>	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	0.6%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	0.8%	0.03%	0.03%	0.2	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.0%	0.05%	0.06%	0.6	
EM Local Markets	21.0%	22.0%	1.0%	-0.3%	-0.06%	-0.06%	-0.8	
<b>Deuda Emergente</b>	<b>39.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.0</b>	
<b>Fixed Income</b>					<b>0.54%</b>	<b>0.57%</b>	<b>3.4</b>	

\*Anualizado \*\* Desde 2001  
 Datos al 30 de junio de 2024

En junio se mantuvo la asignación a acciones en neutral, bonos en *underweight*, y se asignó 5% a caja. Al 30 de junio la cartera TAACo Global tiene una ganancia de 1.4%, prácticamente en línea con el *benchmark* ayudado por la selectividad dentro de la cartera accionaria.

Durante junio a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** generó pérdidas por la posición larga en caja en un mes en que continuó el rally accionario (ii) la **selección de instrumentos** fue positiva: generó ganancias la posición corta LatAm Small Cap. En bonos nos sumó la posición larga *treasuries*.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.3%	1.7%	4.1%	9.5%	-0.5%	3.8%	3.5%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.3%	1.7%	4.1%	9.6%	-1.5%	2.9%	2.7%	3.8%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	4	3	-2	-6	101	82	73	129	
<b>Acciones</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>15.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>15.2%</b>
Benchmark	2.1%	3.4%	8.8%	15.3%	0.4%	6.4%	4.7%	3.5%	15.1%
Europe ex UK	-2.5%	-1.8%	3.5%	8.9%	0.7%	5.4%	2.5%	3.0%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	-5.2%	-1.4%	-0.6%	6.1%	-5.3%	4.2%	3.4%	6.9%	23.9%
UK	-1.8%	3.7%	6.9%	12.5%	6.6%	5.7%	2.7%	4.5%	19.5%
US Large Cap Growth	7.4%	10.6%	23.7%	36.0%	11.6%	20.6%	17.1%	--	21.5%
US Large Cap Value	0.3%	-1.1%	7.8%	14.6%	6.4%	8.5%	7.7%	--	16.7%
US Small Caps	-1.3%	-3.6%	1.8%	10.0%	-0.2%	8.4%	7.9%	9.0%	23.7%
Japan	-0.8%	-4.4%	5.3%	11.0%	0.2%	4.5%	3.5%	2.0%	15.8%
<b>Desarrollados</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>20.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>18.8%</b>
LatAm	-6.1%	-12.2%	-15.7%	-5.6%	0.5%	0.1%	-0.3%	7.4%	30.8%
LatAm Small Cap	-8.6%	-16.8%	-18.4%	-14.6%	-8.4%	-4.3%	-4.2%	5.6%	33.9%
China	-1.9%	7.1%	4.7%	-1.6%	-17.7%	-4.3%	1.4%	6.8%	26.0%
EM Asia ex China	8.4%	7.5%	14.2%	25.0%	3.5%	11.0%	7.0%	--	20.3%
EM Asia Small Cap	4.1%	8.3%	9.3%	23.7%	3.1%	11.7%	6.3%	9.5%	19.7%
EM Europe and Middle East	3.7%	0.3%	0.3%	5.4%	-9.9%	-5.5%	-4.9%	2.2%	20.1%
<b>Emergentes</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>18.8%</b>
<b>Renta fija</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.5%</b>
Benchmark	0.5%	0.0%	-0.4%	4.0%	-3.5%	-0.8%	0.5%	3.5%	6.5%
Treasuries 2Y	0.6%	0.9%	1.1%	4.1%	-0.1%	0.7%	0.9%	2.1%	1.9%
Treasuries 10Y	1.3%	-0.3%	-1.9%	-0.8%	-5.3%	-1.8%	0.5%	3.3%	8.3%
Treasuries 30Y	1.9%	-2.1%	-5.9%	-7.8%	-12.7%	-5.7%	-0.2%	4.0%	17.2%
US Tips	0.8%	0.8%	0.7%	2.7%	-1.3%	2.1%	1.9%	4.3%	6.3%
Global Corporate IG	0.3%	-0.2%	-0.9%	4.9%	-3.7%	0.0%	1.1%	4.2%	9.0%
Global Corporate HY	0.5%	1.1%	2.4%	10.3%	0.3%	3.1%	3.4%	6.8%	10.0%
<b>Deuda Desarrollados [1]</b>	<b>0.8%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-1.0%</b>			
EMBI	0.6%	0.3%	2.3%	9.2%	-2.6%	0.0%	2.6%	6.8%	11.5%
EM Corporate IG	0.8%	1.0%	2.1%	6.2%	-1.9%	0.9%	2.4%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.0%	2.3%	6.8%	12.1%	-1.7%	1.7%	3.9%	--	10.8%
EM Local Markets	-0.3%	-0.3%	-1.3%	2.9%	-1.7%	-0.2%	-0.4%	--	9.7%
<b>Deuda Emergentes [1]</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>5.7%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>0.2%</b>			
Caja	0.4%	1.3%	2.7%	5.5%	3.1%	2.2%	1.5%	1.5%	0.6%
Oro	-0.7%	5.3%	12.1%	21.9%	9.8%	10.6%	5.9%	9.9%	14.3%

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.