

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Julio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.6%	5.2%	5.7%	8.2%	0.2%	4.1%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	5.4%	5.9%	8.4%	-0.8%	3.3%	3.0%	3.9%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-12	-22	-14	-17	99	80	72	128	
Acciones	1.2%	6.2%	9.8%	11.3%	1.2%	6.8%	5.0%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.2%	6.4%	10.1%	11.4%	1.4%	6.8%	4.9%	3.5%	15.1%
Renta Fija	2.1%	4.4%	1.8%	5.3%	-2.7%	0.0%	1.2%	4.2%	6.5%
Benchmark	2.2%	4.4%	1.8%	5.3%	-3.1%	-0.4%	0.8%	3.6%	6.5%
Caja	0.5%	1.4%	3.1%	5.5%	3.2%	2.2%	1.5%	1.6%	0.6%
Oro	4.1%	5.2%	16.7%	23.1%	9.9%	11.2%	6.6%	10.0%	14.4%

Resultados al 31 de julio de 2024

*Anualizado ** Desde 2001

ÍNDICE

August slipped away in a moment of time 1

Asignación de activos3

Resultados TAACo Global Julio 2024..... 17

Desempeño histórico 18

August slipped away in a moment of time¹

El escenario económico y financiero refleja -hasta el momento- un *soft landing*. En Estados Unidos, el Banco de la Reserva Federal daría inicio a los recortes de tasas en septiembre. Este sesgo es producto de la moderación de la inflación y ciertos signos de debilitamiento en el mercado laboral, incluidos los servicios (sin considerar el componente de rentas inmobiliarias). Así, se ve la economía estadounidense mostrando signos de desaceleración moderada, pero estable. Agosto suele ser un mes de menor actividad y volúmenes en el mercado, aunque este año, podría seguir el ambiente de julio, donde tanto datos macro como corporativos generaron fuertes movimientos en los precios de los activos.

También por el lado de la política, la bajada de la candidatura de Joe Biden y “subida” de Kamala Harris (por confirmar en la Convención Demócrata este mes) se generó un ambiente movido y encuestas que dieron cuenta de una fuerte recuperación en el apoyo al partido demócrata. Con ello, el “Trump trade” (impulso al mercado por desregulación, baja de impuestos y aumento del gasto) y el escenario de un *Republican sweep* (potencial triunfo de los republicanos en la presidencia y el Congreso) pierden vigencia y probabilidades de ocurrencia.

Sin embargo, el triunfo de uno u otro candidato no cambiaría radicalmente el escenario económico de mediano y largo plazo, a pesar de la volatilidad que se podría ver en el corto plazo. Muestra de ello son las posturas más moderadas respecto de sus opiniones e ideología de base.

En cuanto a la geopolítica, a pesar de que la situación es álgida y dramática en varios frentes como Ucrania-Rusia y Medio Oriente, los mercados se mantienen abstraídos de este factor y concentrados en (i) las tasas de interés, (ii) la sostenibilidad del dinámico crecimiento de las ventas

Datos reflejan un *soft landing*. El Fed comenzaría bajas de tasas de interés en su reunión de septiembre

La política comienza a tomar protagonismo en EEUU, aunque el resultado no afectaría significativamente las perspectivas económicas

Los mercados están abstraídos de la geopolítica

¹ Agosto se escapó en un instante”. Frase de la canción August de la artista Taylor Swift, 2020.

de las empresas que representan a la revolución digital (*magnificent 7*) y (iii) la política estadounidense.

Foco en las tasas de interés y desempeño corporativo

El Banco de Japón sorprendió, adoptando una postura *hawkish* (sesgo al alza de las tasas de interés) para evitar una mayor depreciación del yen debido a presiones políticas, y las presiones inflacionarias. Mientras tanto, en China, a pesar de la reciente reunión del Pleno y Politburó, no se han anunciado medidas concretas de política económica que estimule la actividad, generando incertidumbre sobre la dirección futura del crecimiento económico en el país.

Actualización de proyecciones de crecimiento global del FMI señalan diversas trayectorias de crecimiento para 2025, aunque de grados de dinamismo divergente

La economía global seguiría creciendo, aunque llaman la atención divergencias en cuanto aceleración o desaceleración para el próximo año (2025). Según el *World Economic Outlook* (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicado el mes pasado, Estados Unidos se desaceleraría de un crecimiento económico de 2.6% en 2024 a 1.9% en 2025 y Asia emergente de 5.4% a 5.1%. Por el contrario, la Zona Euro se aceleraría a un crecimiento del PIB de 1.5% el próximo año desde 0.9% éste y América Latina llegará a 2.7% desde 1.9% en 2024.

Se comenzó a producir una rotación desde acciones estilo *growth* (incluye las tecnológicas) hacia acciones de estilo *value* en el mercado norteamericano. Es una tendencia incipiente que favorece una rotación hacia este último tipo de acciones; no obstante, es prudente realizarlo primero, gradualmente.

Rotación de *growth* a *value*: Incipiente y de incierta sostenibilidad

Más allá de la alta sensibilidad a datos y noticias, y los violentos efectos que éstos están generando en los mercados financieros, bajas en las tasas de interés en un futuro cercano en Estados Unidos son hacia donde apunta el Fed. En este contexto la renta fija se vería beneficiada por ello, además de rendimientos que aún están en niveles altos. No obstante, la volatilidad se mantendría en el mercado de bonos. Por otro lado, las acciones registran alzas significativas en más de un año, además de exhibir valorizaciones altas; un escenario de *soft landing* afectaría sus resultados. De ahí que en agosto se baja la posición en acciones de neutral a *underweight*, la posición de renta fija se sube de *underweight* a neutral y se mantiene una asignación en caja.

Acciones: de neutral a *UW*
Renta fija: de *UW* a neutral
Caja: *OW*

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS | AGOSTO 2024

TAACo Global	Bench.	Julio	Agosto	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	50%	45%	UW	-5%	-5.0%	-
Renta Fija	50%	45%	50%	N		5.0%	+
Caja		5%	5%	OW	5%		
Oro				N			
Total Cartera							
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%	18.0%	17.0%	N		-1.0%	-
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	16.5%	OW	1.5%	1.5%	+
US Small Caps	4.0%	4.0%	4.0%	N			
Japan	5.0%	5.0%	4.0%	UW	-1.0%	-1.0%	-
Mercados desarrollados	59.0%	60.0%	59.5%	OW	0.5%	-0.5%	-
LatAm	5.0%	4.0%	4.0%	UW	-1.0%		
LatAm Small Cap	1.0%			UW	-1.0%		
China	10.0%	11.0%	10.0%	N		-1.0%	-
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	21.5%	OW	1.5%	1.5%	+
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	5.0%	N			
Mercados emergentes	41.0%	40.0%	40.5%	UW	-0.5%	0.5%	+
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
Treasuries 2Y	5.9%	7.3%	6.9%	OW	1.0%	-0.4%	-
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	13.4%	OW	1.0%	-0.6%	-
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	7.2%	N			
US Tips	2.8%	2.8%	2.8%	N			
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	27.5%	N		4.9%	+
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	2.5%	UW	-1.8%	-0.7%	-
Deuda desarrollados	60.1%	57.1%	60.3%	OW	0.2%	3.2%	+
EMBI	10.8%	10.8%	10.8%	N			
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	5.1%	OW	1.8%	1.0%	+
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	3.8%	UW	-1.0%	-2.2%	-
EM Local Markets	21.0%	22.0%	20.0%	UW	-1.0%	-2.0%	-
Deuda emergente	39.9%	42.9%	39.7%	UW	-0.2%	-3.2%	-
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

UW acciones, Neutral bonos y OW caja

Se mantiene neutral Europa

Se aumenta a OW value y reduce a neutral growth. Small cap se mantiene neutral

UW LatAm

Se neutraliza China y se aumenta a OW Asia Em ex China

En renta fija: UW duración (inc. caja)

OW treasuries 2 y 10 años

Neutral Global Corporate IG y UW HY

RF emergente: OW CEMBI IG, UW CEMBI HY y local markets

RENTA VARIABLE

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

La economía del viejo continente comienza un proceso de recuperación acotada. En el segundo trimestre del año el PIB sorprendió positivamente al crecer 0.6% interanual, desde 0.5% en los primeros tres meses. En adelante el 3er y 4to trimestre crecería 0.8% y 1.2% anual respectivamente. Así, el PIB de la Eurozona crecería 0.7% este año y 1.4% el próximo. A nivel de países, lideran países periféricos como España, Francia e Italia creciendo 2.9%, 1.1% y 1% anual el 2do trimestre cada país; en los primeros dos impulsados principalmente por consumo (privado y de gobierno) y en el último, por inversión. La decepción es Alemania con una contracción del PIB de 0.1% anual, con caídas en la inversión y exportaciones netas, además de un débil consumo.

No obstante, con datos de mayor frecuencia la sorpresa económica profundiza la caída a terreno negativo. A nivel de expectativas PMIs tanto de manufacturas (45.8 pts) como de servicios (51.9 pts) vuelven a decepcionar (50 pts. umbral de expansión/contracción de un sector en los sgtes. 12 meses). Por otro lado, la confianza de los inversionistas (Sentix) cae por segundo mes consecutivo y se ubica en -14 pts, mientras que la confianza del consumidor se mantiene en terreno de pesimismo.

Respecto a la incertidumbre política por la cual destacó la región en los últimos meses, esta disminuye luego de los resultados no esperados de la segunda vuelta de las elecciones de Asamblea Nacional en Francia. Desde un mercado que temía una mayoría de extrema derecha a un resultado en que en segunda vuelta la mayoría, no absoluta, la tuvo la extrema izquierda. Así, finalmente la asamblea queda dividida en 3 (coalición de izquierda, centrista y de derecha), con Macron buscando lograr un pacto con la izquierda más extrema para poder gobernar una vez finalizada las Olimpiadas de París, pero con escaso poder de impulsar proyectos. Al menos desde el punto de vista de los inversionistas, el resultado eleccionario elimina los escenarios más extremos. En julio las acciones francesas subieron USD 1.6%, mejor que el resto de las europeas.

Por el lado monetario, la inflación de julio en la Eurozona se aceleró en el margen (2.6% medida *headline* y 2.9% el registro subyacente, este último sin variación respecto a junio). El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo las tasas de interés sin cambios en la reunión de julio con el objetivo de evaluar cómo avanza el proceso desinflacionario y retomar los recortes en septiembre. Para este año el mercado espera 3 recortes adicionales desde 2 hace un mes, en línea con un escenario en que la economía global se desacelera más rápidamente y serían necesarios mayores recortes para estimularla. Como referencia, en los últimos 30 días la curva de tasas de interés soberana de Alemania profundizó el *bull steepening*, es decir, caídas más acentuadas en la parte corta de la curva. Así al 5 de agosto la tasa del Bund alemán a 2 años bajó 55 pbs. hasta casi 2.20% y la de 10 años 35 pbs. hasta 2.15%.

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. Consumo discrecional y tecnología presentan mayor sensibilidad a las tasas de interés, viéndose ambos sectores beneficiados del inicio del ciclo de baja de tasas. A la fecha ha reportado un 76% de las empresas del Eurostoxx 600 con un crecimiento de utilidades prácticamente nulo, igual que de ventas. No obstante, las utilidades sorprenden 6% al alza, con sectores como utilities, materiales y financiero con las mayores sorpresas positivas. Para este año se estima un crecimiento de las utilidades de 7.6%, el cual se corrigió a la baja en el último mes, y se encuentra bajo pares desarrollados. En línea, se han observado persistentes salidas netas de flujos en el último mes y en lo corrido del año (flujos a fondos e ETFs, EPFR).

Durante julio las acciones europeas quedaron rezagadas a las globales (USD +0.4% Stoxx 50 vs 1.5% ACWI). 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.

A pesar de la debilidad en los flujos y el reciente deterioro en las perspectivas, la economía parece haber tocado un piso y la región se vería beneficiada por los recortes de tasas. Así, dadas valorizaciones atractivas, rezago accionario, alto *dividend yield* (~3.4%) y mayor exposición al estilo *value*, **se decide mantener la posición neutral en acciones europeas.**

REINO UNIDO: Se mantiene neutral

El *momentum* se mantiene positivo. Las perspectivas apuntan a que el país crecería este año 0.8% impulsado por mayor gasto de gobierno (dato que es corregido al alza en el último mes) y 1.3% en 2025, apoyado en una mayor demanda interna. Además, a diferencia de pares desarrollados, las perspectivas mejoran. PMIs tanto de manufacturas como servicios mejoran en julio llegando a 52.1 y 52.5 pts. respectivamente, a su vez que la confianza del consumidor mantiene una marcada tendencia al alza -a pesar de encontrarse en terreno de pesimismo-. La apuesta por un cambio de gobierno hacia los laboristas podría cambiar el rumbo del país con foco en mejorar la sostenibilidad fiscal y mayor cercanía con la Unión Europea, principal socio comercial.

Por su parte, el mercado laboral sigue ajustado. La tasa desempleo se mantuvo en 4.4% en el trimestre móvil terminado en mayo, con la creación de 19 mil nuevos puestos de trabajo luego de 4 meses de destrucción. Por su parte, son una preocupación para la autoridad monetaria salarios que suben 5.7% anual impulsando principalmente el precio de los servicios. No obstante, el proceso desinflacionario continúa y para fin de año se estima que la inflación cierre en torno 2.4% principalmente ante la caída del componente energético. En junio la inflación se mantuvo en 2.0% anual en la medida *headline* (3.5% la subyacente) dando espacio para el inicio de recortes de tasas por parte del Banco de Inglaterra. En la reunión del 31 de julio en una votación dividida (5 votos a favor de recortar y 4 a favor de mantener), el comité decidió bajar 25 pbs. hasta 5% la tasa de política monetaria. El mercado internaliza dos recortes de tasa más para este año, pasando en el último mes de 2 a 3 la cantidad de recortes para 2024. Al 5 de agosto 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 3.60% y la de 10 años en 3.85%.

A nivel accionario, el FTSE100 subió USD 4.1% en julio, superando pares desarrollados. A pesar de ello, las valorizaciones aún atractivas tanto a nivel absoluto como respecto a pares estadounidenses. Por el lado corporativo, Facset estima que las utilidades del MSCI Reino Unido crecerían solo un 1.6% este año, dato que es corregido a la baja en el último mes y está bajo pares desarrollados.

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 atractivas y un ciclo de recorte de tasas de interés que ya comenzó, **se decide mantener el neutral en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: Acciones *Large Cap Growth* se neutralizan desde *overweight*, mientras *Value* se sobreponderan y se mantiene neutral *small caps*

Joe Biden abandonó la carrera presidencial en medio de amplios cuestionamientos a su candidatura y encuestas que mostraban que era imposible vencer a Trump. En su lugar, Kamala Harris toma el puesto de candidata demócrata y renueva el apoyo popular al partido, avanzando rápidamente en las encuestas e impulsando la campaña de recaudación de fondos (incluso según Predictit Harris tiene un 51% de probabilidad de ganar vs. 49% de Trump). La elección de Tim Walz, gobernador de Minnesota, como candidato a vicepresidente podría ser un impulso adicional a la campaña. Walz, profesor de 60 años, se caracteriza por ser un demócrata moderado que podría llegar a un rango más amplio de votantes que Kamala. Así, con una elección más ajustada y viéndose menos probable un *republican sweep* (mayoría republicana en el congreso) se modera el alza de tasas impulsado por el temor de un mayor déficit fiscal.

Por el lado económico la sorpresa al alza en el crecimiento del PIB del segundo trimestre (2.8% trimestral anualizado desde 1.4% en los primeros tres meses) fue opacada por un debilitamiento más acentuado en el mercado laboral. En julio se crearon 114 mil nuevos puestos de trabajo (bajo los 175 mil esperados), se corrigió a la baja el dato de los últimos 2 meses, mientras la tasa de desempleo aumentó inesperadamente a 4.3%. En línea con ello, los salarios se desaceleraron

para subir 3.6% anual (3.8% en junio). Así, se ponen dudas al escenario de *soft landing* -aterrizaje suave- de la economía americana y con ello el mercado apuesta por bajas más agresivas de las tasas de interés e incluso se comienza a hablar un error de política y que los recortes habrían tardado más de lo necesario. De esta forma, el Fed en su reunión de fines de julio dejó pavimentado el camino para comenzar con la baja de tasas en septiembre.

El mercado por su lado ha reaccionado agresivamente al escenario de una mayor desaceleración de la economía e internaliza hasta 5 recortes de tasas (de 25 pbs.) a fines de año, comenzando en septiembre con 50 pbs. La curva de bonos del Tesoro se ha empinado al punto de borrar la inversión de la curva en el tramo 2-10 años por momentos. En los últimos 30 días se ha visto un *bull steepening* (caídas más pronunciadas en la parte más corta de la curva). Al 5 de agosto la tasa a 10 años se ubica en 4.75% (caída de 50 pbs.) y la de 2 años alcanza 3.87% (caída de 75 pbs.).

Ante el temor de un enfriamiento mayor de la economía se frena el rally accionario en el inicio de agosto. En julio las acciones del S&P500 subieron 1.1%, pero el Nasdaq 100 cayó 1.6% reflejando la rotación -y toma de utilidades- desde el sector tecnológico hacia sectores más rezagados y con valorizaciones más holgadas como las *small caps* y estilo *value*.

Por el lado corporativo, ha reportado un 75% de las empresas del S&P500 con un crecimiento promedio de las utilidades de 11% y sorpresas positivas en los 11 sectores. No obstante, los positivos resultados, los *guidances* -perspectivas- de las grandes empresas tecnológicas han decepcionado contribuyendo a la corrección del mercado accionario. Para 2024 se espera que las utilidades crezcan en torno a 11%, dato que se corrige en el margen a la baja en el último mes y supera a pares desarrollados.

Con la corrección accionaria las valorizaciones rompen la tendencia al alza, con la razón P/U *fwd.* del S&P500 aún sobre promedios históricos. La razón P/U *fwd.* de acciones tipo *growth* vuelve a transar en línea con el promedio de 5 años y la de acciones tipo *value* se mantienen sobre el promedio. En *small cap* la P/U *fwd.* se encarece, pero se mantiene el descuento y el rezago; aunque con una alta volatilidad en la clase de activo que es altamente sensible a variaciones en la tasa de interés, pero también a la salud de la economía doméstica.

Debido a la alta sensibilidad a la publicación de datos económicos, una economía que da señales de enfriamiento, tasas de interés con elevada volatilidad, la llegada del verano en el hemisferio norte – que se caracteriza por menos volúmenes transados- y reportes corporativos que no han logrado sostener el mercado es que se decide mantener **cautela en las acciones americanas reduciendo a neutral growth y favoreciendo value** para capturar la rotación de activos. Se mantiene un **neutral en small cap** en vista de que su relación riesgo-retorno es poco atractiva por su alta volatilidad.

JAPÓN: Se lleva a *underweight* desde neutral

En su reunión de julio el Banco de Japón subió de forma sorpresiva la tasa de interés desde 0.1% a 0.25% ante una continuada debilidad del yen que incomodaba a la entidad por la generación de presiones inflacionarias y ante un aumento en los salarios que se propagan a diversos sectores de la economía. Junto con la medida, también se anunció un plan para reducir la compra de bonos y de esta forma reducir la liquidez inyectada al mercado. El mercado no internaliza nuevas alzas en lo corrido del año.

Hasta fines de junio el yen se había depreciado cerca de 15% llegando a ¥162 por dólar el 3 de julio, no obstante, ante la expectativa de reducción del diferencial de tasas con EE.UU. la moneda comenzó a apreciarse en forma significativa. Durante julio se apreció 7.2% y al 5 de agosto se apreció otro 4%, actuando además como refugio de valor en un escenario de *sell off* – venta masiva – de activos de riesgo.

Junto con la apreciación de la moneda se frena de forma abrupta el rally de las acciones japonesas, las cuales tienen una alta dependencia del sector exportador y se benefician de una moneda depreciada. En Nikkei 225 cae ¥ 1.2% en julio, pero la apreciación de la moneda impulsa el retorno en USD (+5.5%). En agosto no obstante, la corrección ha sido mayor, el lunes 5 de agosto el Nikkei cayó 12.4%, la mayor pérdida desde el *crash* de 1987 afectada también por el desarme de las posiciones de *carry trade* – posiciones en que se pedía prestado en yenes a tasas de interés incluso negativas, y se invertía en países con tasas más elevadas-.

En cuanto a valorizaciones, la razón *P/U fwd.* corrige a la baja y transa con descuento en términos absolutos y respecto a pares desarrollados. Por su parte, habiendo reportado la mitad de las empresas del Nikkei 225, las utilidades crecen en promedio 2% con sorpresas positivas. En 2024 las utilidades crecerían en torno a 10%, estimación que se corrige al alza el último mes y es superior a pares.

A pesar de lo atractiva de las valorizaciones y las reformas estructurales en curso, hay un deterioro del *momentum* económico que lleva a correcciones a la baja en las estimaciones de crecimiento económico, a lo que se suma un exceso de volatilidad de un mercado que entró en *bear market* -caída de más de 20% desde el último *peak*-. En este escenario se opta por una **postura de mayor cautela reduciendo la exposición de acciones japonesas desde neutral a *underweight***.

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

Julio fue un mes marginalmente negativo para los mercados emergentes; a pesar de comenzar el mes con un buen desempeño, se revirtió en la segunda mitad, alineándose a mercados globales. El dólar se debilitó de manera pronunciada a principios de mes, lo que impulsó las acciones de estos países. **De cara a un escenario de enfriamiento económico en EE.UU., pero aumento en las probabilidades de recortes de tasas del Fed, se opta por disminuir el UW en mercados emergentes**, tomando una posición *UW* en América Latina, por elevada volatilidad política y proyecciones de crecimiento que se revisan a la baja. En el caso de China, se decide cerrar la posición *OW* por anuncios del gobierno que decepcionan al mercado, mientras que se opta por sobreponderar Asia EM ex China.

AMÉRICA LATINA: UW Large y Small Cap

Se mantiene la cautela en mercados latinoamericanos, a pesar de que lograron anotar un desempeño positivo durante julio. Esto, porque al comienzo del mes, anotaron rentabilidades superiores al resto del mundo, con un mercado que consolidaba sus expectativas de recortes de tasas de parte del Fed, un dólar que se debilitaba y una clase política regional que dio señales de algo más de pragmatismo. Esta tendencia alcista se revirtió con fuerza, en la medida que se conocieron datos de inflación más pegajosos en la región, actividad que en algunos casos decepcionó, y nuevos vaivenes políticos que caracterizan a América Latina. Además, los bancos centrales han adoptado tonos más cautelosos, pausando sus bajas en algunos casos, para esperar y ver el siguiente movimiento del Fed, lo que detracta al mercado accionario de retomar el *momentum*. Así, **se mantiene el UW en acciones de la región tanto Large como Small Cap**.

En **Brasil**, la economía ha seguido resiliente, y a pesar de la corrección a la baja en la proyección de crecimiento para este año de parte del FMI (hasta 2.1%), los datos de alta frecuencia siguen sorprendiendo. En este contexto, los PMIs de julio tanto de manufacturas como servicios se aceleran en terreno expansivo. La inflación continúa levemente sobre el 4% anual, y en el registro quincenal de julio, las mayores presiones vinieron por transporte, en tanto los alimentos contribuyeron negativamente. En este contexto, el Banco Central ha continuado con la mantención de la tasa de referencia, y en la reunión de julio esta decisión fue nuevamente unánime. El mercado brasileño logró un desempeño positivo en julio, de USD 1.3%, impulsado a principios de mes por dichos más pragmáticos de parte del gobierno y que favorecen la responsabilidad fiscal. Sin embargo, el real se siguió depreciando un 1.3% en el mes y acumula una pérdida

de valor por más de 15% en lo corrido del año. Por el lado de las valorizaciones, estas siguen transando bajo promedios históricos (*P/U fwd.* y *trailing*) y las proyecciones de utilidades se corrigen al alza para este año y el próximo en los últimos 1 y 3 meses, y se espera se expandan más de 8% en cada uno de esos periodos. Con respecto a los flujos de inversión, continúan las salidas del conjunto de ETFs en el último mes por ~2.5% del AUM. Por el lado político, se acercan las elecciones de octubre, y los alcaldes incumbentes gozan de mejores números en las encuestas. Es posible que esto pause el avance de otros proyectos, como la aprobación de la implementación del IVA de parte del Senado. Para cumplir con las metas fiscales de este año, el gobierno anunció un congelamiento del gasto fiscal de 15 mil millones de reales. Con miras al presupuesto del próximo, que se ingresa el 31 de agosto, se estima debieran congelarse R 26 mil millones para alcanzar el balance primario igual a 0% del PIB. Todo apunta a que se están preparando nuevas medidas para aumentar los ingresos fiscales y lograr alcanzar las metas, lo que puede añadir incertidumbre al escenario actual. De esta manera, **se mantiene la posición neutral en acciones brasileñas**, que a pesar de su resiliencia macro y valorizaciones atractivas, el entorno político es incierto y no se observan entradas de flujos de inversión, dado que con el nivel de tasas actual (que se espera la Selic se mantenga en 10.5% por el resto del año), invertir en acciones pierde atractivo en una perspectiva riesgo-retorno.

En **México**, los mercados exhibieron volatilidad durante julio, revirtiendo parte de las caídas de junio a principios de mes, y cerrando con retrocesos de USD 0.7%. De todas maneras, pareciera que el mercado no está incorporando el riesgo político que está por venir, con una serie de acontecimientos que pueden golpear de manera significativa a la renta variable mexicana. Entre ellos se encuentran la toma de mando del nuevo congreso (1 de septiembre) y gobierno (1 de octubre), así como la eventual aprobación de la reforma judicial, la presentación del presupuesto en noviembre, y las elecciones de EE.UU. en el mismo mes. Además de lo anterior, las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja, el *momentum* económico se debilita marginalmente y las expectativas de inflación se revisan al alza. Aun así, el mercado espera que en su reunión de agosto el Banco Central recorte 25 pbs. la tasa de referencia, llevándola a 10.75%. Lo anterior, aun cuando la inflación *headline* de la primera quincena de julio se aceleró por tercer registró consecutivo hasta 5.6% anual, mientras que la subyacente se mantiene estable en 4.0%. A nivel de valorizaciones, tras las correcciones tanto la razón *P/U fwd.* como *trailing* transan casi 1 desv. estándar bajo sus promedios de 5 años, aun cuando se siguen observando salidas netas de flujos de inversión de fondos e ETFs. A pesar de las revisiones en las proyecciones de crecimiento económico, el mercado proyecta utilidades creciendo 22% este año y 15% el próximo, las que se revisan al alza en los últimos 1 y 3 meses. A nivel político, la presidenta electa ha sugerido más pragmatismo, tanto en la elección del gabinete, como en anuncios que respaldan la responsabilidad fiscal. Sin embargo, el ambiente político empieza a tornarse más incierto, en la medida que ya comenzaron a discutirse las reformas constitucionales que ingresó AMLO en febrero. De esta manera, **se mantiene la subexposición en acciones mexicanas**, aun con valorizaciones atractivas y correcciones al alza en las proyecciones de utilidades, dado un escenario macro más desafiante y acontecimientos a nivel político que pueden golpear al mercado.

El mercado **chileno** logró anotar un alza marginal en julio (USD 0.3%), apoyado en el peso chileno que se mantuvo casi sin variaciones durante el mes. A nivel macro, el mes estuvo marcado de noticias desalentadoras. En primer lugar, la actividad mensual de junio anotó un crecimiento de solo 0.1% anual, bajo lo esperado por el mercado. Además, dada una inflación que sorprendió en el mismo mes, y con la intención de “esperar y ver” lo que haga el Fed en septiembre, el Banco Central decidió por primera vez en un año, pausar su ciclo de recortes de tasas, ante un mercado cuyas expectativas se dividían entre que decidiera pausar y continuara con recortes de 25 pbs. Sin embargo, en adelante, el precio del cobre podría revertir las caídas observadas en los últimos meses, dado que sus perspectivas se mantienen positivas, y la autoridad monetaria retomaría sus bajas de tasas, dando soporte al mercado accionario. Las valorizaciones del mercado chileno continúan descontadas y los reportes corporativos hasta ahora muestran crecimiento tanto de utilidades como ventas, y sorpresas positivas en ambos ámbitos. En la medida que se publican los resultados, las empresas entregan *guidances* más

positivos de lo que internalizaba el mercado, lo que debiera dar un impulso adicional a las acciones. Por el lado político, la agenda se enfoca en las elecciones regionales de octubre, que de darse el resultado esperado (que la oposición, es decir, la centro derecha, gane más terreno), esto también debiera impulsar al mercado de cara a las elecciones. Por otro lado, se descarta la aprobación y/o avance de reformas radicales en el congreso en el corto plazo, y la incertidumbre política y económica se mantiene relativamente baja. De esta manera, en un mercado con valorizaciones atractivas, cuya recuperación macroeconómica continuará, a pesar de ser a un menor ritmo y acontecimientos políticos favorables para el mercado, se decide **mantener el OW en acciones chilenas.**

En **Colombia**, los datos de actividad han estado levemente sobre lo esperado, pero con producción industrial y ventas minoristas a la baja. Con respecto a la inflación, el registro subyacente siguió desacelerándose en junio, y se ubicó en 7.6% anual, mientras que el total se mantuvo en 7.2%. Dado el retraso del Banco Central colombiano con respecto al resto de la región, en julio decidieron continuar con su recorte de tasas de 50 pbs., llevándola a 10.75%, en una decisión dividida con dos miembros de la Junta Directiva optando por un recorte 75 pbs. La continuación de este ciclo permitirá que el sector secundario contribuya de manera positiva y significativa al PIB. Las valorizaciones de las acciones siguen descontadas, transando casi una desv. estándar bajo el promedio de 5 años tanto *P/U fwd.* como *trailing*. Si bien las proyecciones de utilidades mejoran en el margen, apuntan a una contracción ~3.6% para este año y no se ve un repunte en los flujos de inversión, en tanto se observan salidas acotadas en los últimos meses. En el ámbito político, la desaprobación presidencial aumenta marginalmente y según la última encuesta Invamer, se ubicó en 62%. En lo más reciente, se ingresó el proyecto de ley de presupuestos, que implica un crecimiento de gasto de ~8% real, y COP 12 billones de los COP 523 billones, se financiarán con una ley de financiamiento de la que aún no se conocen detalles. En este contexto, se espera que el presupuesto del próximo año tendrá que ajustarse -al igual que el de 2024- para alcanzar la meta fiscal. De esta forma, a pesar de mejores perspectivas macroeconómicas y un banco central que continúa recortando tasas, las proyecciones de utilidades para este año son negativas y el ambiente político continúa turbulento, por lo que **se decide mantener la posición neutral en acciones colombianas.**

En **Perú**, la actividad económica sorprendió en junio y creció un 5.0% en doce meses, y el mercado prevé que la economía peruana crezca entre un 2.5% y un 3.0% este año. Por su parte, la inflación *headline* se mantiene en niveles saludables y en julio registra un 2.1% anual. Sin embargo, la subyacente aún se encuentra sobre el límite superior del rango de tolerancia del Banco Central, llevándolo a mantener la tasa de referencia en las últimas dos reuniones. A nivel de valorizaciones, tanto la razón *P/U fwd.* como *trailing* transan cerca de sus promedios de 5 años, pero las proyecciones de utilidades para este año apuntan a un crecimiento ~40% y se revisan al alza. A nivel de flujos, en los últimos tres meses se observaron entradas por ~7.8% al conjunto de ETFs. Por el lado político, se realizó una nueva denuncia constitucional contra la presidenta Boluarte, por las muertes en las protestas. Además, su discurso de fiestas patrias fue considerado como moderado por el mercado. Así, 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** la inflación ha seguido contenida y del BCRA estiman que el registro núcleo (subyacente) se ubicaría en 3.2% mensual en julio. Esto, dando fe que las medidas de recortes de gastos del gobierno han sido efectivas en bajar las presiones inflacionarias. Por el lado de la actividad, la recuperación aún está pendiente. Si bien en mayo el índice mensual de actividad económica se expandió 2.3% anual, la dispersión entre sectores es significativa. El sector agrícola fue la principal incidencia positiva, seguido de minería, mientras que sectores como manufactura, comercio y construcción siguen en caída libre. Las buenas noticias fiscales continuaron, y el gobierno logró anotar un superávit financiero en junio, pero que se habría revertido desde julio. A su vez, el banco central anunció un marco monetario con una serie de medidas

que avanzarían en salir del cepo cambiario. Sin embargo, el gobierno no ha sido claro en especificar cuándo se hará la salida. Además, algunas de estas medidas fueron tomadas como contraproducentes por el mercado, porque significa que la autoridad monetaria venderá dólares, que ha venido acumulando para recomponer sus reservas internacionales. De todas maneras, esto ayudó a estabilizar y frenar la depreciación que estaba sufriendo el peso argentino *blue*, y acotar la brecha con el tipo de cambio oficial. Por otro lado, la confianza en el gobierno bajó 3.7% en julio, normalizándose desde los altos niveles que exhibió Javier Milei tras asumir la presidencia. De todas maneras, esta baja es comprensible y si se ajustara por la cantidad de medidas que ha hecho, todavía goza de niveles saludables de confianza. Las valorizaciones del mercado argentino continúan atractivas, y siguen las entradas de flujos de inversión al conjunto de ETFs. A pesar de esto, la recuperación económica todavía es incierta y el gobierno no ha entregado declaraciones explícitas respecto de la liberación del cepo cambiario, factor necesario para que los brotes verdes de la actividad sean generalizados y transversales. De esta manera, **se mantiene la posición *underweight* en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide neutralizar el *OW*

Durante julio se llevaron a cabo dos esperadas reuniones políticas de alto nivel, pero las conclusiones de ambas decepcionaron al mercado, llevando al índice MSCI a retroceder USD 2.2%.

El Tercer Pleno, que se realiza cada 5 años y determina las directrices del próximo quinquenio, concluyó sin cambios en las prioridades y manteniendo la “*Common prosperity*” como una de las ideas centrales. A modo de resumen, se estableció que el principal objetivo de la política de mediano plazo es el crecimiento económico de calidad, centrado en la innovación y nuevas fuerzas productivas. En segundo lugar, no hubo grandes cambios en torno a la reforma agraria rural, centrándose en el desarrollo urbano-rural integrado, el bienestar social y la necesidad de un nuevo modelo de desarrollo inmobiliario. Finalmente, por el lado de la reforma fiscal, la política se orientaría en mejorar las finanzas del gobierno central y locales, redefinir la estructura de ingresos de cada uno y acelerar un sistema de regulación y monitoreo.

Una semana después, la breve reunión del Politburó (suele realizarse durante todo el día, en esta ocasión solo fue medio día) finalizó con un giro a impulsar el consumo durante el segundo semestre. Aunque esta podría considerarse como la dirección correcta de la política, el mercado casi no reaccionó ante la falta de anuncios concretos. Por el lado más negativo, se anunció que desde el 18 de agosto se dejarían de publicar los flujos diarios de las transacciones de acciones globales, medidas que aumentan la desconfianza y el control, revirtiendo el giro al pragmatismo de la autoridad que se internalizaba desde la reunión del politburó de abril.

Por el lado geopolítico, Biden continúa con la inclusión de aranceles y anunció la imposición de un arancel de 25% al acero y 10% al aluminio para los productos que se importan desde México, pero no son de producción local, apuntando a los productos chinos. Por otro lado, la primera ministra italiana, Giorgia Meloni, visitó China durante julio, su primera visita desde que se encuentra en el cargo y se comprometió a apoyar a Beijing en las negociaciones con la Unión Europea sobre las tarifas a los autos eléctricos, de esta forma Italia y Alemania podrían ser una fuente para disminuir los aranceles provisionales que comenzaron a regir el pasado mes. Finalmente, los ministros de relaciones exteriores de China y Ucrania se reunieron por primera vez desde que comenzó la guerra con Rusia, para abordar conversaciones de paz, entregando a Beijing oportunidad de adoptar el rol de mediador de la guerra.

Por otro lado, el buen *momentum* económico pareciera estar desapareciendo. El indicador PMI Caixin de manufacturas cayó a 49.8 pts. en julio luego de 8 meses consecutivos en terreno expansivo. Por el contrario, el indicador de servicios continúa en terreno expansivo (52.1 pts.). Por el lado de los precios, se espera que la inflación aumente 0.3% anual en julio, y dadas estas nulas presiones inflacionarias, el Banco Central sorprendió al recortar un conjunto de tasas durante

julio. Las tasas de préstamo a 1 y 5 años se recortaron en 10 pbs. hasta 3.35% y 3.85% respectivamente, la tasa a 1 año de mediano plazo se recortó 20 pbs. hasta 2.30% y la tasa *reverse repo* de 7 días bajó a 1.70% desde 1.80% como medida para impulsar la economía, que durante el segundo trimestre creció 4.7% anual, el menor registro desde el cuarto trimestre de 2022.

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 corrige al alza para este año y se sitúa en 14%. De esta forma la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre está recién partiendo (ha reportado ~3% de las empresas). Durante agosto reportarán algunas de las principales empresas como Tencent, Alibaba y BYD. Con respecto a flujos, se observan entradas de flujos a ETFs y fondos durante las últimas nueve semanas consecutivas, sin embargo, se observan salidas de flujos desde el principal ETF por 10% de activos bajo gestión (AUM) durante el último mes. Considerando el deterioro de los datos económicos y las débiles conclusiones de las importantes reuniones políticas **se decide neutralizar las acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se lleva a OW desde neutral

Desde agosto, se vuelve a sobreponderar los mercados accionarios de Asia EM ex China, prefiriendo mercados como Corea del Sur e India. Con respecto al último, a pesar de valorizaciones que lucen históricamente caras, el desacople de este mercado respecto del global, su solidez macroeconómica y su estabilidad política le permiten al mercado accionario mantenerse al margen ante un potencial escenario de *risk off*. Por el lado de Corea del Sur, es el mercado emergente más cercano a un país desarrollado, el *momentum* económico mejora y las valorizaciones lucen atractivas.

La economía **india** mantiene el *momentum*, el PMI tanto manufacturero como de servicios se encuentran en terreno ampliamente expansivo, alcanzando 58.3 y 61.1 pts. respectivamente en julio. Por el lado de la inflación, aún no se conoce el dato de julio (5.1% anual junio), pero el aumento de precipitaciones llevaría a un aumento de la siembra de alimentos y ayudando a disminuir las presiones inflacionarias. Por el lado de la política monetaria, el del Banco Central se reúne el 8 de agosto y el mercado espera que la tasa de referencia se mantenga en 6.5%. Por otro lado, se conoció el presupuesto del año fiscal 2024-2025, que se consideró relativamente equilibrado al mantener el objetivo de consolidación fiscal y disminuir el déficit a 4.9% del PIB (desde 5.1% del presupuesto provisional), además de incluir medidas de soporte clave, asignando recursos a la agricultura y sectores para impulsar el consumo. También se conoció la flexibilización de impuestos sobre los ingresos, beneficiando a la clase media principalmente y el incremento de la tasa impositiva a ganancia de capital al 20% desde 15%. Por su parte, el mercado accionario indio destacó en julio, rentando USD 3.9% y una depreciación marginal de la rupia india de 0.4% respecto el dólar. Por el lado de las valorizaciones, éstas transan sobre su media de 5 años (P/U *fwd*). Pese a esto se observan entradas de flujos de inversión a ETFs y fondos. Por el lado de los reportes corporativos, han reportado ~70% de las empresas, con sorpresas acotadas (~2%) y se espera que el crecimiento de utilidades, alcance 17% y 16% para este y el próximo año respectivamente. En conjunto con un sólido *momentum* económico, político, corporativo y constantes entradas netas de flujos de inversión, **se decide aumentar el overweight en acciones indias.**

En julio las acciones **surcoreanas** cayeron marginalmente USD 0.7% presionado por la caída del sector tecnológico a nivel global. Pese a que Samsung, la principal empresa en el índice MSCI, reportó resultados del segundo trimestre sobre las expectativas. La utilidad operacional creció 1,5% y los ingresos 23% respecto el año anterior, por una demanda impulsada por la inteligencia artificial. La empresa proyecta que la demanda por sus servidores para IA se mantenga fuerte y con una tendencia al alza de los precios. Continuando con los reportes corporativos, hasta la fecha han reportado la mitad de las empresas con sorpresas positivas y crecimiento tanto en ventas como utilidades, cuando las proyecciones de crecimiento

de utilidad para este y el próximo año alcanzan el 104% impulsado por Samsung y 29% respectivamente, ambas corregidas al alza. Por el lado de las valorizaciones, las acciones surcoreanas lucen atractivas y transan con descuento en la razón P/U *fwd.*, al mismo tiempo que se observan entradas netas de flujos por 15% al conjunto de ETFs del país. Por otro lado, continúa con *momentum* macroeconómico positivo. El PMI de manufacturas se mantiene en terreno expansivo en julio (51.4 pts.). A su vez, las exportaciones de julio crecieron 14% anual impulsado por semiconductores, donde la exportación de éstos creció 50% en doce meses. Las importaciones crecieron 10.5% anual el mismo mes, luego de 3 meses consecutivos de contracción, al mismo tiempo que la confianza del consumidor alcanzó 103 pts. el nivel más alto desde abril de 2022. Por el lado de los precios, la inflación continúa la convergencia a la meta (2%) en julio y registró 2.6% anual, sin embargo, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 3.5%, comunicando la necesidad de estabilizar la inflación en el mediano plazo, continuar monitoreando la deuda de los hogares y los precios de vivienda. En el contexto de *momentum* macroeconómico positivo, valorizaciones atractivas y entrada de flujos **se decide mantener el overweight de acciones surcoreanas.**

Las acciones **taiwanesas** cayeron USD 5.1% en julio y en los pocos días de agosto sufrió la peor jornada accionaria desde 1967, con la principal empresa del índice MSCI, Taiwan Semiconductor cayendo 8.2% MTD, que pesa más del 50% del índice. Por el lado económico, el PIB creció 5.1% anual durante el segundo trimestre, mejor a lo esperado, aunque destaca una desaceleración de consumo de los hogares y un crecimiento más débil de las exportaciones. Además, el PMI de manufacturas continúa en terreno de expansión en 52.9 pts. en julio. Por el lado de la inflación, esta volvió a acelerarse hasta 2.5% anual en julio, mientras que el Banco Central no tiene calendarizada reunión de política monetaria hasta septiembre. Por el lado geopolítico, los dichos de Trump sumaron presión al decir que Taiwán debería pagar por la defensa de Estados Unidos, afirmando que el país no les da nada y se llevó la industria estadounidense de chips. Sumándose a la tensa relación en el estrecho con China, durante julio el ministro de defensa comunicó el aumento de patrullas en la zona gris. Por el lado del mercado accionario, las valorizaciones lucen caras, cuando se observan salidas de flujos del principal ETF del país por 1% del AUM durante el último mes. Al mismo tiempo, la proyección de crecimiento de utilidades se corrige 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.**

Indonesia creció 5.1% anual durante el segundo trimestre de la mano de un consumo resiliente. Aunque el PMI continuó perdiendo dinamismo y cayó en julio a 49.3 pts. Por el lado de la inflación, esta continúa desacelerándose, alcanzando 2.1% anual en julio, bajo la meta del Banco Central (3%). Sin embargo, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 6.25% principalmente para estabilizar la moneda que continúa en máximos respecto el dólar. Las acciones indonesias avanzaron USD 3.8% en julio con valorizaciones que lucen atractivas, aunque las proyecciones de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja para este y el próximo año, al mismo tiempo que se observan salidas netas de flujos del principal ETF del país por 1% del AUM en el último mes. En este contexto de incertidumbre política, salida de flujos, pero datos macroeconómicos aún resilientes **se mantiene la posición neutral en Indonesia.** Por otro lado, en **Tailandia** la economía entrega señales de mejora. El PMI de manufacturas se encuentra en terreno de expansión por tercer mes consecutivo (52.8 pts. julio). Por el lado de la inflación, aún no se conoce el dato de julio, pero se espera un registro de 0.7% anual. Durante julio no se realizó reunión de política monetaria y en la decisión de fines de agosto se espera que el Banco Central mantenga la tasa de referencia en 2.5%. Por el lado político, el poder judicial anunció las fechas de los veredictos de dos juicios importantes en curso: (i) la disolución del partido opositor para el 7 de agosto y (ii) el del primer ministro el 14 de agosto. Por el lado de las acciones, éstas subieron USD 4.3% en julio, pese a proyecciones de crecimiento de utilidades que se corrigen a la baja para este y el próximo año, además de flujos planos durante el último mes tanto en el conjunto de ETFs del país como el principal

ETF, aunque las valorizaciones accionarias son atractivas (*P/U fwd.*). De este modo, la combinación de incertidumbre interna y proyección de crecimiento de utilidades a la baja, **se decide mantener el *underweight* en acciones tailandesas.**

EMEA

Se mantiene la posicional neutral en las acciones de la región en el caso de una cartera emergente, relativo a Asia emergente y América Latina.

Sudáfrica continúa con buen *momentum* luego de que se conociera el nuevo gobierno. Las acciones rentaron USD 5.1%, aunque el rand se depreció marginalmente (0.9%) en julio. Sin embargo, algunos economistas ya han advertido que el país tiene un espacio limitado para llevar a cabo políticas fiscales y monetarias que aborden las necesidades de los votantes, desafiando el optimismo en torno al nuevo gobierno. Por el lado macroeconómico, continúa con una economía deteriorada, un PMI de manufacturas en terreno contractivo (49.3 pts. en julio), una inflación pegajosa (5.1% anual en junio) y una postura aún restrictiva por parte del Banco Central, con una tasa de referencia sin cambios (8.5%). Respecto de las valorizaciones, estas lucen atractivas (*P/U fwd.*) y se observan entradas de flujos de 5% de AUM al principal ETF del país en el último mes. En el contexto de una política interna con buen *momentum* pero riesgo latente de deterioro por divergencias ideológicas, economía deprimida y valorizaciones atractivas con entradas de flujos se **decide mantener neutral las acciones sudafricanas.**

El presidente **turco**, Recep Erdogan ha amenazado a Israel con intervenir en nombre de los palestinos, aumentando las tensiones. El ministro de exterior israelí se ha referido a él como “dictador sionista” y que los ciudadanos turcos son rehenes de su dictadura. Por otro lado, Moody’s elevó la calificación crediticia (de B3 a B1) por primera vez en más de una década, por mejoras en la gobernanza y el retorno a políticas ortodoxas. Por el lado de la economía, esta continúa deprimida y el PMI manufacturero se mantiene en terreno contractivo (47.2 pts. julio), mientras que la inflación retrocedió durante julio y fue 61.8% anual (71.6% en junio) y el Banco Central mantiene la tasa de referencia por cuarta reunión consecutiva en 50%. Por el lado del mercado accionario, durante julio las acciones turcas cayeron USD 1.2%. Por otro lado, las proyecciones de utilidades se corrigen a la baja y se proyecta un crecimiento de 9% 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 y con valorizaciones ajustadas en la razón *P/U fwd.* Debido a la debilidad macroeconómica y valorizaciones más ajustadas, pero un mercado accionario utilizado como refugio ante la alta inflación **se mantiene en neutral las acciones turcas.**

Finalmente, en **Arabia Saudita** continúa la tensión, pero ahora en otro frente. Las tensiones entre el reino y los Hutíes habrían aumentado y no se descartan ataques directos entre ambos, cuando el país mantiene conversaciones de paz en la guerra Israel-Hamas con Estados Unidos e Israel. Por otro lado, se anunció que los megaproyectos de diversificación económica del país recibirían menos fondos de los planificados por el deterioro de los ingresos del petróleo. Por el lado económico, el indicador PMI de manufacturas continúa en amplio terreno expansivo (54.4 pts. en julio). Con respecto al petróleo, la reunión de la OPEP de agosto no anunció cambios en torno a la política de producción, por lo cual continúa el calendario de flexibilización gradual en recortes de producción desde octubre. Aunque Libia paralizó por completo su producción, impulsando los precios. Finalmente, el mercado de valores saudí rentó USD 2.9% en julio, con valorizaciones atractivas, aunque durante el último mes se observan salidas de flujos del principal ETF del país, 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 por las tensiones en Medio Oriente y la paralización de producción de petróleo en otros países **se decide mantener una posición neutral en Arabia Saudita.**

RENTA FIJA

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

En julio, tras la última reunión del Banco de la Reserva Federal el mercado se convenció de que el ciclo de recorte de tasas comenzaría en septiembre luego del discurso más *dovish* de Powell en el que hizo énfasis no solo en el mandato inflacionario, sino que también en la salud del mercado laboral. En el inicio de agosto, a pesar de las palabras del presidente del Fed, el mercado fue sorprendido por los datos de empleo, en donde, el mercado laboral mostró un enfriamiento mayor a lo esperado encendiendo las alarmas en los mercados que entraron en modo *risk-off* ante los mayores riesgos de recesión. De esta manera, comenzó a hablarse de un “*error de política*” por parte del Fed al no haber recortado antes cuestionando si será posible lograr el escenario de *soft landing* que previamente parecía consenso de mercado. Por el lado de la inflación, el registro de junio sorprendió desacelerándose más de lo esperado, de manera que la medida *headline* llegó a 3% en doce meses y la medida subyacente alcanza el 3.3%. Es así que esta última semana observamos un ajuste significativo en las expectativas de recortes este año, pasando de 2 recortes esperados, a 4-5 recortes de aquí a la reunión de diciembre debido a los miedos crecientes acerca de la recesión. En línea con el ajuste de expectativas las tasas reaccionaron con caídas pronunciadas a lo largo de la curva y la tasa de 10 años pasa de 4.40% al cierre de junio a 3.79% el 5 de agosto, mientras que la tasa de 2 años cae desde 4.76% a 3.92%. Con este la curva revierte la inversión, incluso llegando a normalizar por algunos momentos – cosa que no ocurría desde 2022-. Por su parte, los *spreads* se ampliaron frente al mayor riesgo percibido en el escenario económico, impulsando los retornos de los activos de mayor calidad crediticia. Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- aumenta significativamente esta última semana y alcanza 121 pts., nivel relativamente alto y en línea con los grandes movimientos que hemos observado en las tasas las últimas semanas. 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 1.54% y 2.11% respectivamente, en línea con la sorpresa inflacionaria a la baja en el registro de junio y expectativas ancladas a la meta. De esta manera, actualmente observamos cierta sobre-reacción por parte del mercado a los datos de empleo, nuestro escenario base sigue siendo un *soft landing*, y esperamos cierta moderación en las expectativas de recortes de tasas actualmente internalizadas. Dado lo anterior, **se mantiene una visión neutral en cuanto a duración, con un sesgo a ir posicionándose en el belly de la curva. 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 mantiene el neutral en treasuries de 30 años 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 neutraliza el UW

Con respecto a la deuda desarrollada, con el inicio de agosto el Banco de Inglaterra sigue los pasos del Banco Central Europeo e inicia con el ciclo de recortes al reducir en 25 pbs. su tasa de referencia. De esta manera, con la mayoría de los bancos centrales desarrollados recortando tasas, toda la atención se centra en el Banco de la Reserva Federal, y a pesar de que el recorte de septiembre se encuentra bastante internalizado, el mercado se comienza a cuestionar si el Fed está cometiendo un “*error de política*”.

En cuanto a lo económico, en Europa la inflación de julio se aceleró levemente a 2.6% anual, por otro lado, la sorpresa económica se mantiene en terreno negativo y la actividad económica debilitada. Por su parte, la expectativa de recortes más agresivos en EE.UU. le otorgan mayor espacio a la política monetaria del BCE y se vuelve a esperar que recorte en las siguientes reuniones. Por otro lado, en EE.UU., la actividad económica se mantiene resiliente, la inflación continúa

desacelerándose, pero el gran cambio con respecto al mes anterior se dio en el mercado laboral que sigue un proceso de enfriamiento gradual con una creación de empleo a la baja y una tasa de desempleo aumentando. En cuanto a *Investment Grade*, en julio la clase de activo tuvo un *outperformance* con respecto a la mayoría de los activos de renta fija acumulando un alza de 2.2% durante el mes producto de la fuerte caída de las tasas bases. Con el inicio de agosto, volvemos a observar una caída en las tasas, sin embargo, ante la mayor debilidad de la economía norteamericana también observamos una expansión significativa de los *spreads* restándole al retorno de la clase de activo. Por otro lado, tras la ampliación de los *spreads* y en este entorno más recesivo, la clase de activo recupera atractivo desde una perspectiva riesgo-retorno, mientras que su duración más cerca del *belly* de la curva contribuyen a evitar la volatilidad de las tasas largas y el riesgo de reinversión de las tasas cortas. Debido a esto, **se neutraliza la subexposición en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene el UW

Por el lado de *high yield*, durante de la primera mitad del año la clase de activo mantuvo los desempeños positivos de la mano de los bajos niveles de *spreads* y del fuerte *momentum* del mercado accionario norteamericano. En julio, siguió esta tendencia, y a pesar de que observamos que se detuvo el *momentum* accionario, los *spreads* se mantuvieron estables y *high yield* tuvo una rentabilidad de 1.8% durante el mes. Sin embargo, en el inicio de agosto y tras los datos de empleo más débiles en EE.UU., el mercado comenzó a ajustar sus expectativas económicas cuestionando el actual escenario de *soft landing*. Es así que, ante el aumento de los riesgos de recesión, estos últimos días observamos una fuerte caída en las tasas junto con una significativa ampliación de los *spreads* en los productos de crédito generando desempeños negativos los primeros días del mes. Por otro lado, la clase de activo mantiene un nivel de *yield* relativamente alto de 7.5% 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, en este entorno de corrección de los mercados de renta variable y enfriamiento del mercado laboral norteamericano, con esta mayor incertidumbre económica observamos mayores riesgos en el corto-mediano plazo y podríamos nuevas correcciones en los *spreads* de *high yield*, dado lo anterior y debido a la menor calidad crediticia de la clase de activo, **se mantiene un UW en Global HY.**

DEUDA EMERGENTE: Se mantiene el neutral en deuda soberana y el OW en bonos corporativos IG, mientras que se lleva a UW bonos corporativos HY y local markets

En cuanto a la deuda emergente, durante julio observamos cómo las tasas de los bonos del tesoro americano cayeron y aumentaron las preocupaciones por el escenario económico, ampliando los *spreads*. Por su parte, la deuda emergente se acopló a los movimientos globales. En cuanto a la deuda soberana emergente, la clase de activo rentó 1.9% durante julio, pero mostrando cierto *underperformance* con respecto a la deuda soberana desarrollada, en donde, el ajuste e impacto de las caídas de tasas fue mayor. 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. Sin embargo, en el entorno actual, la menor calidad crediticia de la clase de activo la hace más vulnerable a las actuales correcciones en los *spreads* producto de ruidos políticos e incertidumbre económica. 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 8.2%, mientras que la deuda de riesgo de crédito emergente continúa ofreciendo un elevado nivel de *yield* de 8.3%. Sin embargo, en cuanto a riesgos, si bien las expectativas de default para 2024 se ajustaron recientemente a la baja, en el actual entorno global de *risk-off* que observamos los primeros días de agosto, los *spreads* de los países emergentes se acoplan a los movimientos globales y aumentan desde los bajos niveles previos, de manera que la menor calidad crediticia perjudicaría a la clase de activo en el actual escenario de corrección de los mercados. Por su parte, *Investment Grade* continúa ofreciendo un retorno atractivo ajustado por riesgo-retorno, con un *yield* de 5.4% y una mayor calidad crediticia que protege a la clase de activo frente a los *shocks* negativos y a una desaceleración más pronunciada de la economía global. 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, mientras que si bien en el corto plazo hemos visto aumentos en los spreads, en línea con el contexto global, las recientes alzas le entregan cierto alivio a las apretadas valorizaciones previas de la clase de activo. Respecto a *local markets*, durante julio tras la mejora en datos inflacionarios y el enfriamiento del empleo, el mercado comienza a incorporar un escenario de recortes más agresivo revertiendo el alza de la moneda norteamericana de los meses anteriores y depreciándose un 1.7% (DXY) en el mes. Con el inicio de agosto, estas tendencias se intensifican y el mercado incorpora un ciclo de recortes aún más agresivo que el previamente anticipado. En cuanto a las monedas emergentes, si bien el mayor diferencial de tasas con respecto a EE.UU. sería algo positivo, en este entorno de mayores riesgos el dólar se mantiene fuerte con respecto a los países emergentes, mientras que se deprecia frente a las monedas desarrolladas. Dado lo anterior, en el corto y mediano plazo, esperando cierta moderación en las expectativas de recortes en EE.UU. este año, mayor incertidumbre con respecto al escenario económico y un aumento de los ruidos políticos producto del periodo eleccionario observamos poco espacio para la apreciación de las monedas emergentes. En línea con lo anterior, **se mantiene el neutral en bonos soberanos y la sobreexposición en bonos corporativos IG, mientras que se lleva a UW bonos corporativos HY y local markets**

EXPOSICIÓN A MONEDAS | AGOSTO 2024

Monedas	Bench.	Julio	Agosto	OW/UW	Cambio	
USD	57.5%	58.6%	61.9%	OW	4.4%	3.3%
EUR	7.5%	7.5%	6.8%	UW	-0.7%	-0.7%
GBP	1.5%	1.5%	1.4%	UW	-0.2%	-0.2%
JPY	2.5%	2.5%	1.8%	UW	-0.7%	-0.7%
GEMs	31.0%	29.9%	28.2%	UW	-2.8%	-1.7%
	100.0%	100.0%	100.0%			

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

RESULTADOS TAACO GLOBAL | JULIO 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%	1.2%	0.6%	0.6%	0.0	-1.7
Renta Fija	50%	45%	-5%	2.2%	1.1%	1.0%	-2.5	-1.3
Caja	0%	5%	5%	0.5%	0.0%	0.0%	-6.1	
Oro	0%	0%	0%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.68%	1.56%	-8.6	-3.1
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								
Europe ex UK	14.0%	14.0%	0.0%	1.5%	0.21%	0.21%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.0%	1.0%	0.0%	3.6%	0.04%	0.04%	0.0	
UK	3.0%	3.0%	0.0%	4.2%	0.13%	0.13%	0.0	
US Large Cap Growth	17.0%	18.0%	1.0%	-2.2%	-0.38%	-0.40%	-3.4	
US Large Cap Value	15.0%	15.0%	0.0%	4.5%	0.67%	0.67%	0.0	
US Small Caps	4.0%	4.0%	0.0%	7.7%	0.31%	0.31%	0.0	
Japan	5.0%	5.0%	0.0%	5.8%	0.29%	0.29%	0.0	
Desarrollados	59.0%	60.0%	1.0%	2.1%	1.26%	1.24%	-3.4	
LatAm	5.0%	4.0%	-1.0%	1.0%	0.05%	0.04%	0.2	
LatAm Small Cap	1.0%	0.0%	-1.0%	-1.1%	-0.01%	0.00%	2.3	
China	10.0%	11.0%	1.0%	-1.3%	-0.13%	-0.15%	-2.5	
EM Asia ex China	20.0%	20.0%	0.0%	0.2%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Asia Small Cap	5.0%	5.0%	0.0%	-0.4%	-0.02%	-0.02%	0.0	
Emergentes	41.0%	40.0%	-1.0%	-0.2%	-0.07%	-0.08%	0.0	
Equities					1.19%	1.15%	-3.4	
Treasuries 2Y	5.9%	7.3%	1.4%	1.1%	0.07%	0.08%	-1.4	
Treasuries 10Y	12.4%	14.0%	1.6%	2.9%	0.36%	0.40%	1.1	
Treasuries 30Y	7.2%	7.2%	0.0%	3.6%	0.26%	0.26%	0.0	
US Tips	2.8%	2.8%	0.0%	1.8%	0.05%	0.05%	0.0	
Global Corporate IG	27.5%	22.6%	-4.9%	2.4%	0.67%	0.55%	-1.3	
Global Corporate HY	4.3%	3.2%	-1.1%	2.0%	0.08%	0.06%	0.2	
Deuda Desarrollados	60.1%	57.1%	-3.0%	2.5%	1.49%	1.41%	-1.3	
EMBI	10.8%	10.8%	0.0%	1.9%	0.20%	0.20%	0.0	
EM Corporate IG	3.3%	4.1%	0.8%	1.6%	0.05%	0.06%	-0.5	
EM Corporate HY	4.8%	6.0%	1.2%	1.6%	0.08%	0.10%	-0.7	
EM Local Markets	21.0%	22.0%	1.0%	1.7%	0.35%	0.37%	-0.5	
Deuda Emergente	39.9%	42.9%	3.0%	1.7%	0.68%	0.73%	-1.6	
Fixed Income					2.17%	2.14%	-3.0	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de julio de 2024

En julio se mantuvo la asignación a acciones en neutral, bonos en *underweight*, y se asignó 5% a caja. Al 31 de julio la cartera TAACo Global tiene una ganancia de 1.6% vs. 1.7% el *benchmark*.

Durante julio a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** generó pérdidas por la posición larga en caja y corta en renta fija en un mes en que bajaron los niveles de tasas (ii) la **selección de instrumentos** fue negativa: generó pérdidas la posición larga en *US Growth* (cuando se frenó el rally) y China. En bonos restó el largo en corporativo emergente.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	1.6%	5.2%	5.7%	8.2%	0.2%	4.1%	3.7%	5.1%	10.4%
Benchmark	1.7%	5.4%	5.9%	8.4%	-0.8%	3.3%	3.0%	3.9%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-12	-22	-14	-17	99	80	72	128	
Acciones	1.2%	6.2%	9.8%	11.3%	1.2%	6.8%	5.0%	4.0%	15.2%
Benchmark	1.2%	6.4%	10.1%	11.4%	1.4%	6.8%	4.9%	3.5%	15.1%
Europe ex UK	1.5%	3.4%	5.0%	7.4%	0.5%	6.2%	3.2%	3.0%	19.7%
Europe Small Cap ex UK	3.6%	4.8%	2.9%	6.0%	-5.4%	5.4%	4.4%	7.0%	23.9%
UK	4.2%	6.0%	11.4%	13.3%	8.1%	7.0%	3.1%	4.7%	19.5%
US Large Cap Growth	-2.2%	12.4%	21.0%	28.8%	9.5%	19.3%	16.6%	--	21.6%
US Large Cap Value	4.5%	7.8%	12.6%	15.8%	7.4%	9.0%	8.2%	--	16.7%
US Small Caps	7.7%	11.2%	9.6%	12.6%	3.1%	9.5%	9.0%	9.3%	23.9%
Japan	5.8%	6.3%	11.4%	14.0%	2.5%	5.6%	4.0%	2.2%	16.0%
Desarrollados	1.8%	8.5%	13.7%	18.3%	6.8%	12.1%	9.5%	7.0%	18.6%
LatAm	1.0%	-8.1%	-14.8%	-9.3%	2.7%	0.2%	-0.5%	7.4%	30.8%
LatAm Small Cap	-1.1%	-11.1%	-19.4%	-19.5%	-6.8%	-5.3%	-4.0%	5.5%	33.9%
China	-1.3%	-0.9%	3.3%	-12.4%	-13.9%	-4.4%	0.5%	6.8%	26.0%
EM Asia ex China	0.2%	9.6%	14.4%	21.0%	4.6%	11.6%	6.9%	--	20.3%
EM Asia Small Cap	-0.4%	4.9%	8.9%	15.8%	3.5%	12.0%	5.9%	9.4%	19.7%
EM Europe and Middle East	3.4%	4.2%	3.7%	2.1%	-8.8%	-4.6%	-4.3%	2.4%	20.1%
Emergentes	0.3%	4.8%	7.8%	6.3%	-3.4%	4.1%	2.6%	7.8%	18.6%
Renta fija	2.1%	4.4%	1.8%	5.3%	-2.7%	0.0%	1.2%	4.2%	6.5%
Benchmark	2.2%	4.4%	1.8%	5.3%	-3.1%	-0.4%	0.8%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	1.1%	2.4%	2.2%	5.0%	0.2%	1.0%	1.0%	2.2%	2.0%
Treasuries 10Y	2.9%	6.1%	0.9%	2.9%	-5.1%	-1.3%	0.8%	3.4%	8.4%
Treasuries 30Y	3.6%	8.6%	-2.5%	-2.0%	-12.8%	-5.1%	0.1%	4.1%	17.3%
US Tips	1.8%	4.3%	2.5%	4.4%	-1.6%	2.4%	2.1%	4.4%	6.3%
Global Corporate IG	2.4%	4.6%	1.5%	6.4%	-3.3%	0.4%	1.4%	4.3%	9.1%
Global Corporate HY	2.0%	4.0%	4.5%	10.8%	0.9%	3.4%	3.7%	6.8%	10.0%
Deuda Desarrollados [1]	2.5%	5.2%	1.1%	4.9%	-3.9%	0.0%			
EMBI	1.9%	4.3%	4.3%	9.2%	-2.1%	0.1%	2.8%	6.8%	11.5%
EM Corporate IG	1.6%	3.9%	3.7%	7.4%	-1.5%	1.1%	2.6%	--	6.5%
EM Corporate HY	1.6%	4.5%	8.6%	13.0%	-0.8%	1.8%	4.1%	--	10.8%
EM Local Markets	1.7%	2.3%	0.4%	2.2%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	--	9.7%
Deuda Emergentes [1]	1.7%	3.3%	2.6%	5.6%	-1.5%	0.0%			
Caja	0.5%	1.4%	3.1%	5.5%	3.2%	2.2%	1.5%	1.6%	0.6%
Oro	4.1%	5.2%	16.7%	23.1%	9.9%	11.2%	6.6%	10.0%	14.4%

* 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.