TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	Jul	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	0.2%	6.2%	9.6%	9.7%	8.3%	5.3%	5.1%	5.3%	10.4%
Benchmark	0.4%	6.5%	9.8%	10.2%	8.4%	4.3%	4.5%	4.1%	10.2%
Out/Underperformance (bps)	-14	-29	-19	-52	-13	96	60	121	
Acciones	1.0%	11.6%	14.0%	14.7%	12.5%	9.0%	6.8%	4.4%	15.2%
Benchmark	1.0%	11.6%	14.3%	15.1%	12.7%	9.0%	6.7%	4.0%	15.1%
Renta Fija	-0.3%	1.6%	5.4%	5.4%	4.2%	-0.1%	2.3%	4.2%	6.5%
Benchmark	-0.3%	1.6%	5.4%	5.4%	4.1%	-0.4%	1.9%	3.6%	6.5%
Caja	0.4%	1.1%	2.5%	4.6%	4.7%	2.9%	2.0%	1.7%	0.7%
Oro	0.3%	-0.1%	26.4%	36.0%	23.5%	10.9%	11.6%	11.0%	14.3%

Resultados al 31 de julio de 2025

*Anualizado ** Desde 2001

The Fed Throne¹

Julio estuvo marcado por una serie de eventos monetarios, fiscales y comerciales que definieron el rumbo de los mercados globales, destacando especialmente los enfrentamientos entre Trump y Powell, que captaron la atención de los inversionistas. El riesgo de que el presidente de EE.UU. remueva al presidente del Fed es bajo, dado que necesita razones de peso y justificables. Powell liderará el Banco de la Reserva Federal hasta mayo de 2026, fecha en la que deberá ser reemplazado por una propuesta presidencial.

A lo anterior se suma la renuncia de la gobernadora Adriana Kugler, que será reemplazada temporalmente hasta enero, fecha en la que Donald Trump podrá nombrar a su reemplazo. Probablemente, esto significará que Powell tenga a un aliado de Trump en el Comité ejerciendo cierta presión sobre sus decisiones y el mensaje que entregue el Fed.

Además de las presiones del ejecutivo sobre la autoridad monetaria, tuvimos el despido de una alta funcionaria del *Bureau of Labor Statistics* tras la publicación de los datos de empleo de julio. Durante dicho mes, la creación de empleo no agrícola decepcionó ubicándose en 73 mil, en tanto un nuevo factor de ajuste estacional llevó a la corrección de periodos anteriores, restando 238 mil puestos de trabajo en los dos meses previos. Esto llevó al mandatario estadounidense a acusar a la despedida de manipular los datos, y pone en duda la fortaleza institucional en la economía más grande del mundo.

Si bien el dato de empleo decepcionó al mercado, no es un dato alarmante y sigue sugiriendo que EE.UU. funciona sin grandes desequilibrios macroeconómicos. Lo anterior,

¹ “El trono del Fed”, inspirado en la serie Juego de Tronos

Índice

The Fed Throne	1
Asignación de Activos Agosto 2025	4
Resultados TAACo Global Julio 2025	23
Desempeño Histórico	24

Julio marcado por eventos monetarios, fiscales y comerciales

Powell tendrá a un aliado de Trump ejerciendo presión

Ruidos institucionales

llevó al Fed a mantener el rango de tasas en su reunión de julio, tal y como era esperado, y a entregar un mensaje más *hawkish*. Adicionalmente, dos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) optaron por reducir las tasas; desde 1993 no veíamos que dos miembros del FOMC emitieran votos disidentes. Tras el discurso, el mercado ajustó sus expectativas de tasas y pasó a esperar -de manera transitoria- solo un recorte de 25 pbs. para lo que resta del año. No obstante, tras los datos de empleo, se vuelven a internalizar dos bajas, causando un empinamiento adicional de la curva de tasas de interés.

Dos disidentes en el Fed por primera vez desde 1993

Con respecto al mandato del Fed, además del pleno empleo debe mantener la estabilidad de precios, con datos de inflación que no han mostrado grandes presiones por los aranceles. Al respecto, los servicios exhiben algo más de persistencia, en tanto la inflación de bienes sigue cediendo.

Inflación de bienes cediendo

La falta de desequilibrios macroeconómicos se ha observado también en la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre. Las compañías han logrado -nuevamente- manejar las expectativas de los analistas y los resultados vuelven a sorprender. Hasta hora, 91% de las compañías del S&P ha publicado sus reportes del segundo trimestre, mostrando tanto crecimiento como sorpresas positivas en ventas y utilidades. Al igual que lo observado en años anteriores, las *Magnificent 7*² siguen liderando en cuanto a crecimiento de utilidades y en general las compañías no declaran grandes interrupciones en su operación producto de los aranceles. Sí destaca el creciente gasto en inteligencia artificial que están realizando las compañías para hacer más eficientes sus procesos. Aún queda por descubrir las ganancias en productividad que este factor puede generar.

Reportes corporativos sorprenden, liderados por 7 Magníficas

El tema fiscal va a seguir presente en los mercados globales, impactando más que todo a la renta fija. El presidente Trump ha dado señales respecto del interés que tiene de recaudar mayores ingresos fiscales, para que hasta cierto punto lo expansivo de la *One Big Beautiful Bill* pase desapercibido. Es así como celebró el aumento de la recaudación fiscal por aranceles hasta USD 136 bn en lo corrido del año fiscal hasta julio. A fin de cuentas, todo parece ser un auténtico *Money Game*.

Trump celebra mayor recaudación por aranceles

La volatilidad del mercado se concentró en las monedas, con el dólar retomando fuerza en julio y el resto de las monedas depreciándose con respecto a la divisa estadounidense. Las perspectivas hacia adelante son inciertas: por un lado, en lo corrido de agosto el dólar retoma la senda depreciativa, con un mercado que comienza a internalizar más recortes de parte del Fed. A lo anterior se le suman mayores ruidos fiscales en EE.UU. y la economía creciendo por debajo del resto del mundo. De lo contrario, nuevos ruidos comerciales y

Perspectivas para el dólar son inciertas

² Apple, Microsoft, Alphabet – matriz de Google-, Amazon, Nvidia, Meta – antes Facebook- y Tesla

presiones inflacionarias asociados a estos pueden volver a fortalecer a la moneda estadounidense.

Los acuerdos comerciales fueron otro de los principales *drivers* del mercado durante julio. Si bien la tregua anunciada luego del *Liberation Day* se acababa el 9 de dicho mes, fue pospuesta y a lo largo de julio se fueron conociendo noticias respecto a las nuevas condiciones arancelarias que enfrentarían los distintos socios comerciales de EE.UU. De manera generalizada, los acuerdos alcanzados finalizaron con tasas por debajo de las amenazas iniciales, entregando soporte a algunos mercados accionarios como Japón y Europa. Sin embargo, en ambos casos el buen desempeño de las bolsas fue transitorio y retomaron sus tendencias a la baja cerrando julio con retornos negativos en dólares.

Acuerdos comerciales dan soporte transitorio a mercados es EE.UU.

Los acuerdos fueron con tasas de aranceles desde 15% hacia arriba, y algunas de las economías cuyas situaciones terminaron siendo más desafiantes que las amenazas iniciales fueron Suiza, India y Brasil; estos últimos dos son importantes miembros de los BRICS. En el caso de Brasil, las amenazas iniciales tuvieron una motivación netamente política, acusando de un juicio injusto al expresidente Jair Bolsonaro, entre otras cosas. El mercado accionario y el real brasileños fueron ampliamente castigados durante julio, en una situación en la que -con la información más reciente- casi 700 bienes exportados por Brasil a EE.UU. quedan exentos de aranceles, y el impacto económico de las medidas sería acotado. Los fundamentos macroeconómicos de Brasil se mantienen intactos.

Fundamentos de mediano plazo de Brasil se mantienen intactos

El *momentum* del mercado accionario en EE.UU. no se vio interrumpido en julio, a pesar de la serie de eventos y disrupciones que enfrentó. Las empresas de mayor capitalización bursátil siguieron liderando los retornos y se hace difícil luchar contra este buen desempeño. Es por esto que para agosto se decide neutralizar la subponderación en acciones, disminuyendo la sobreexposición en caja. A su vez, se duplica la preferencia por acciones estadounidenses del tipo *Growth*, reafirmando la convicción en esos activos. Por el lado de bonos, se mantiene la subponderación, reconociendo que las tasas pueden ser la mayor fuente de volatilidad por los persistentes ruidos fiscales e institucionales.

Se neutraliza subponderación en acciones

Asignación de Activos | Agosto 2025

TAACo Global	Bench.	Jul	Ago	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	48%	50%	N	2.0%	+
Renta Fija	50%	46%	46%	UW	-4%	
Caja		6%	4%	OW	4%	-
Oro				N		
Total Cartera						
Europe ex UK	13.7%	13.2%	12.7%	UW	-1.0%	-
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	1.2%	N		
UK	2.9%	1.9%	1.9%	UW	-1.0%	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	18.3%	OW	1.0%	0.5%
US Large Cap Value	14.7%	14.7%	14.7%	N		
US Small Caps	3.5%	3.5%	3.5%	N		
Japan	4.7%	3.7%	3.7%	UW	-1.0%	
Mercados desarrollados	58.0%	56.0%	56.0%	UW	-2.0%	
LatAm	4.4%	5.4%	5.4%	OW	1.0%	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	1.3%	OW	0.5%	
China	12.3%	12.3%	12.3%	N		
EM Asia ex China	19.6%	20.1%	20.1%	OW	0.5%	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	4.9%	N		
Mercados emergentes	42.0%	44.0%	44.0%	OW	2.0%	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
Treasuries 2Y	8.3%	9.3%	8.8%	OW	0.5%	-
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	11.1%	N		
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	5.6%	UW	-0.5%	
US Tips	2.6%	2.6%	2.6%	N		
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	26.0%	UW	-0.5%	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	3.5%	UW	-0.5%	
Deuda desarrollados	58.6%	58.1%	57.6%	UW	-1.0%	-
EMBI	9.5%	9.5%	9.5%	N		
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	3.3%	OW	0.5%	
EM Corporate HY	3.8%	3.8%	4.3%	OW	0.5%	0.5%
EM Local Markets	25.3%	25.3%	25.3%	N		
Deuda emergente	41.4%	41.9%	42.4%	OW	1.0%	0.5%
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%			

Neutral acciones, UW bonos y disminuye OW caja

EE.UU.: Aumenta OW Large Cap Growth, neutral Value y Small Cap

UW Reino Unido y aumenta UW Europa

UW Japón

OW LatAm Large y Small Cap

Neutral China

OW Asia EM ex. China

En renta fija: UW duración

US treasuries: Disminuye OW 2 años y se mantiene UW 30 años

Neutral TIPS y UW Global IG y HY

Aumenta OW Emergente sobre desarrollado

RF emergente: OW CEMBI IG y se lleva a OW CEMBI HY, neutral EMBI y Local Markets

RENTA VARIABLE

EUROPA EX UK: se aumenta *underweight* de Large Cap mientras Small Cap se mantiene neutral

En julio se frenaron 3 meses de rally de las acciones europeas y el Stoxx 50 cayó USD 2.6%, desacoplándose del S&P 500 que subió 2.2%. La incertidumbre ante la falta de un acuerdo comercial que no vio luz hasta los últimos días de julio presionó los retornos durante el mes.

No fue hasta el 27 de julio que EE.UU. y la Unión Europea (UE) cerraron un acuerdo que impondrá un arancel de 15% a la mayoría de las exportaciones europeas, incluidos los automóviles. Quedan exentos sectores clave como: aeronaves y sus componentes, determinados productos químicos, semiconductores, algunos productos agrícolas, recursos naturales y materias primas críticas; no obstante, aún están en discusión el arancel de 50% al acero y aluminio junto con

los productos farmacéuticos. Además, el tratado incluye la compra de productos energéticos estadounidenses (GNL, petróleo y tecnología nuclear) por USD 750 bn, más la inversión de USD 600 bn por parte de compañías europeas en EE.UU.

En cuanto a política, parece haber mayor acuerdo entre los líderes europeos respecto a la crisis humanitaria en Gaza, condenando el actuar de Israel. Sin embargo, hay escasos avances concretos respecto a la guerra en Ucrania. Esta semana se reunirán Trump y Putin en Alaska para negociar un alto al fuego. En tal sentido los países de Europa avanzan en materias de seguridad, durante julio Alemania y el Reino Unido firmaron el Tratado de Kensington un acuerdo bilateral histórico post-Segunda Guerra Mundial centrado en asistencia mutua ante cualquier ataque externo y en la profundización de sus vínculos militares.

Por el lado de la política monetaria, la inflación de julio se mantuvo en 2% interanual mientras que la inflación subyacente se ubicó en 2.3%, al igual que el mes anterior. La autoridad monetaria estima que la inflación se mantendría en torno a la meta del 2% en una base sostenible como resultado de la moderación en los salarios, precios de energía más bajos y un euro más fuerte. Así, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo en julio sus tasas de interés, situando la tasa de depósito en 2.00%. La decisión, ampliamente anticipada por el mercado, se da en el contexto de una inflación que converge a la meta y al aumento de los riesgos asociados al impacto de los aranceles estadounidenses sobre la economía europea. El mercado se encuentra dividido ante la posibilidad de un nuevo recorte este año.

Por otro lado, el índice de sorpresas económicas de la Eurozona revierte la tendencia al alza del mes anterior. El PMI de manufactura sube en julio a 49.8 pts. y se sigue acercando a los 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector), su mejor nivel en casi 3 años; mientras el PMI de servicios se eleva a 51.2 pts.

Pasando al mercado, las valorizaciones de las acciones europeas se encarecen y la razón Precio/Utilidad a doce meses (P/U *fwd.*) transa a niveles justos en términos absolutos, aunque con acentuado descuento relativo a acciones estadounidenses. Por su parte, según EPFR, si bien se observan entradas netas de flujos en lo corrido del año, en las últimas semanas han perdido la fortaleza de meses previos.

En cuanto al sector corporativo, la temporada de reportes del segundo trimestre del año muestra contracción y sorpresas negativas respecto a las ventas de las compañías, no obstante, sorpresas al alza en utilidades. Los datos mixtos llevan a que las perspectivas de utilidades para este año se corrijan a la baja en medio de la incertidumbre global (desde 8.5% a inicios de año hasta 1.3% en agosto). Esta misma tendencia se observa en Francia, mientras en Alemania en el último mes la estimación de utilidades se corrige al alza desde 2.6% a 3.8% para este año.

En línea con un plan de expansión fiscal en Alemania que ya está internalizado en los precios de los activos de riesgo, pérdida de *momentum* accionario y de flujos, y débiles perspectivas económicas y corporativas, **se decide aumentar el *underweight* las acciones *Large Cap* y mantener en neutral *Small Cap*** debido a lo atractivo de sus valorizaciones.

REINO UNIDO: Se mantiene UW

El Reino Unido fue uno de los primeros países en llegar a un acuerdo comercial con EE.UU., sin embargo, la mayor certeza comercial no ha logrado permear de forma significativa al mercado accionario. Durante junio se firmó un acuerdo comercial con EE.UU., el cual implica un 10% de aranceles a la mayoría de los bienes británicos, bajando desde 27.5%

a 10% las tarifas a los primeros 100 mil automóviles enviados desde el Reino Unido a EE.UU. En el acuerdo también se consideran aranceles más bajos que los anunciados en abril para los sectores farmacéuticos, aeroespacial y de metales. No obstante el acuerdo, la popularidad del laborista Keir Starmer va en descenso a un año de haber asumido el gobierno. Las promesas de volver a impulsar la economía, fomentar el empleo y aliviar el costo de la vida se han transformado en decepción ante una economía débil y una inflación que no cede. El aumento de las cotizaciones en seguridad social ha molestado a los empresarios, y recortes en los programas sociales a los ciudadanos, mientras se anticipan alzas de impuestos para financiar el programa de gobierno.

Así, durante julio se extiende el rezago accionario respecto al S&P500, con el FTSE 100 subiendo USD 0.5%, muy por detrás del Nasdaq y el S&P 500, reflejando su menor exposición a sectores como tecnología. No obstante el rezago, las acciones británicas han mantenido una tendencia al alza que ha encarecido las valorizaciones. La razón P/U *fwd*. transa una desviación estándar sobre el promedio de 5 años en términos absolutos y comparado al resto de Europa.

Por su parte, las expectativas de crecimiento continúan reflejando una recuperación débil: las proyecciones para 2025 y 2026 se mantienen en 1.1% para 2025 y en 1.2% para 2026. La frágil situación económica se refleja en el sector corporativo. Para 2025 las utilidades de las acciones del MSCI Reino Unido mostrarían una contracción de 1.5%, dato que se corrige al alza en el último mes, pero está bajo pares desarrollados (8.1%).

Por el lado económico, la sorpresa económica se torna negativa mientras las presiones inflacionarias resurgen y ponen en duda la trayectoria del proceso desinflacionario por alzas sostenidas de los alimentos. El Banco de Inglaterra (BoE) alerta que por este componente la inflación podría llegar a 4% anual en septiembre. La inflación se aceleró en junio hasta 3.6% anual (3.4% en mayo) mientras que la medida subyacente aumentó a 3.7% desde 3.5%. Por su parte, la situación económica es precaria y el empleo se debilita, la tasa de desempleo subió a 4.7%, la más alta en 4 años. Así, con este balance mixto donde la inflación se acelera mientras el desempleo aumenta, el Banco de Inglaterra decidió recortar 25 puntos base (pbs.) hasta 4.00% su tasa de política monetaria en agosto, en una decisión histórica y dividida. Por primera vez en la historia, hay un empate entre los 9 miembros (4 miembros a favor de mantener la tasa, 4 a favor de reducirla 25 pbs. y 1 miembro que proponía un recorte mayor de 50 pbs.) lo que llevó a una segunda e inédita votación. Dada la complicada situación económica, en adelante, las expectativas de recortes de tasas de interés se han moderado con el mercado esperando para este año un recorte adicional entre noviembre y diciembre; y otro en 2026 para estabilizar la tasa en 3.50%.

En el contexto de problemas políticos internos, bajo dinamismo económico, inflación que se acelera complicando la maniobrabilidad del BoE para mantener una política monetaria expansiva, junto a una débil trayectoria de utilidades proyectada y valorizaciones que se encarecen, se decide **mantener la posición *underweight* en acciones británicas.**

ESTADOS UNIDOS: se mantienen neutral las acciones *Large Cap Value* y *Small Cap*, mientras que se aumenta el OW en *Large Cap Growth*

En julio siguió funcionando para los activos de riesgo el TACO trade (*Trump always chickens out*), es decir que luego de agresivos anuncios, en cierta medida Trump se arrepiente, extiende los plazos, modera los anuncios e impulsa el mercado accionario. De esta forma, el S&P500 subió 2.2% en el mes, mientras que las acciones con sesgo más tecnológico del Nasdaq 100 subieron 2.4%; el Dow Jones, que posee un sesgo más industrial se quedó atrás con un rendimiento prácticamente plano (+0.1%). Así, se extiende por 4to mes el rally de las acciones estadounidenses en un

ambiente de una menor incertidumbre comercial – luego de una serie de acuerdos – y soporte en una positiva temporada de reportes corporativos.

A la fecha ha reportado un 91% de las compañías del S&P500, con utilidades que en promedio han crecido 11% interanual, superando la expectativa de 5% del inicio de temporada. Tanto el crecimiento de utilidades como las sorpresas han estado concentradas en sectores ligados a tecnología y el desarrollo e implementación de inteligencia artificial, con las compañías sin reportar grandes disrupciones por los aranceles aún. En tal sentido, las utilidades del sector de servicios comunicacionales crecieron 44% interanual, de tecnología 17% y financiero 8%. Las 7 magníficas siguen liderando en crecimiento de utilidades, aunque se espera que en los trimestres siguientes haya una moderación y que las otras 493 empresas del S&P500 aceleren su crecimiento de utilidades en torno a un 10% interanual. De esta forma, Facset corrige al alza en el último mes la expectativa de crecimiento de utilidades para este año desde 10% a 12% anual, mientras que para 2026 se espera un crecimiento de utilidades en torno a 13%.

En cuanto a flujos, según EPFR, a pesar de que las acciones americanas lideran en entradas de flujos en lo corrido del año, se observan salidas de flujos durante 5 de las últimas 8 semanas. Esto podría indicar cautela en torno a los activos estadounidenses pese al *momentum* e iría en línea con el posicionamiento de algunos agentes del mercado que han preferido tomar utilidades y buscar refugio en otras clases de activos luego un muy buen primer semestre.

Por su parte, las valorizaciones de las acciones tipo *growth* transan en torno a su promedio de 5 años en la razón P/U *fwd*. pese a las recientes alzas concentradas en el estilo. Por su parte las acciones tipo *value* transan con valorizaciones que llegan a una desv. est. sobre el promedio de 5 años, aunque con *underperformance* respecto a *growth* tanto de corto como largo plazo. Finalmente, las acciones *small cap*, lucen con valorizaciones atractivas, manteniendo el rezago en el mediano y largo plazo.

En el plano comercial, se lograron acuerdos con la Unión Europea, Japón y Corea del Sur, todos con aranceles del 15%, ciertas exenciones y compromisos de inversión. Por su parte, se anunciaron aranceles de 50% para Brasil e India, en ambos casos con una motivación más política y por ser países clave dentro de los BRICS (asociación política y económica de Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Se está evaluando, además, aranceles adicionales a los países que comercien con Rusia; mientras que a Suiza se le aplicaron tarifas del 39% vigentes a partir del 1 de agosto. Con China se extiende la tregua 90 días más hasta noviembre en búsqueda de un acuerdo que sea consenso entre las partes. Así, la subida de aranceles se transforma en la más grande desde la Gran Depresión de los años 30, llegando a un promedio de 18.3%, en gran parte con el fin de lograr una mayor recaudación impositiva que ayude a financiar la reforma fiscal – *One Big Beautiful Bill*-. Durante julio la recaudación por aranceles alcanzó un nuevo récord de USD 28 bn., un aumento de 273% respecto al mismo mes del año anterior. El secretario del Tesoro, Scott Bessent, señaló que los ingresos por tarifas podrían llegar a USD 300 bn. este año, equivalente a 1% del PIB.

En cuanto a datos económicos, éstos han sido mixtos y la economía continúa mostrando señales de desaceleración. El índice de sorpresa económica en línea se mantiene con alzas y bajas acercándose a cero, es decir, datos que en promedio reportan en línea con las expectativas. El indicador líder ISM de manufacturas bajó en julio a 48 pts., el menor nivel en 9 meses, con el sub indicador de empleo llegando a su menor nivel en 5 años. Por su parte, el indicador ISM de servicios también decepcionó al ubicarse en 50.1 pts. El PIB del segundo trimestre creció 3% anualizado con un consumo que sigue mostrando fortaleza a pesar del deterioro del mercado laboral. Durante julio se agregaron 73 mil nuevos

empleos, dato bajo lo esperado, mientras el dato de junio fue corregido a la baja desde 147 mil a apenas 14 mil puestos. La tasa de desempleo aumentó a 4.2%, con la creación de empleo privado volviendo a decepcionar. Lo negativo de los datos llevó a Trump a despedir a la comisionada del BLS - *Bureau of Labor Statistics* -, Erika McEntarfer, acusándola de manipulación de los datos con fines políticos.

Respecto a la inflación, el registro de julio aun no muestra presiones por los aranceles. La inflación *headline* se mantuvo en 2.7% anual, bajo las expectativas, mientras la medida subyacente sorprendió al alza al subir a 3.1% -rompiendo cuatro meses consecutivos en que el registro sorprendía a la baja.

En su reunión de julio el Banco de la Reserva Federal decidió mantener la tasa de referencia sin cambios en 4.50%, reiterando su enfoque de espera y data dependencia. El mercado está alineado con el Fed, esperando que los recortes de tasas partan en septiembre. La magnitud y senda de los recortes, no obstante se vuelve incierta en la medida que aumenta la presión política de Trump para que el Fed recorte tasas de interés. Destacar que el mandato de Powell, presidente del Fed se extiende hasta mayo de 2026, lo que ha llevado a una serie de miembros del Consejo a alinearse con Trump en búsqueda de ser candidatos al cargo de liderazgo del Fed. El presidente del Fed es nominado por Trump y ratificado por el senado.

En línea con la resiliencia económica derivado del consumo, *momentum* accionario y fortaleza corporativa se aumenta el largo *growth*, donde hay predominancia del sector tecnológico, el cual continuaría beneficiándose del fuerte impulso asociado a la narrativa de la inteligencia artificial. Por su parte, se decide mantener el neutral en acciones *Large Cap Value* y *Small Cap* en la medida en que se aproxima el inicio del recorte de tasas de interés por parte del Fed, lo que beneficiaría a ambas clases de activos por su alta sensibilidad a las tasas.

JAPÓN: Se decide mantener una posición *underweight* en acciones japonesas

En julio, Japón y Estados Unidos firmaron un acuerdo comercial que contempla una reducción del arancel a las importaciones de productos japoneses de 25% a 15%, incluyendo al sector automotriz. El acuerdo incluye el compromiso de Japón de invertir USD 550 *bn* en áreas estratégicas en EE.UU. El pacto supone un respiro para los fabricantes de automóviles, sin embargo, el sector estaría asumiendo el alza de precios y comprimiendo márgenes, al menos momentáneamente. El mercado reaccionó positivamente, para luego disiparse con el paso de los días y el índice Nikkei cayó USD 2.9% en julio.

En cuanto a la política interna, en las elecciones de la Cámara Alta, la coalición gobernante (Partido Liberal Democrático y Komeito) perdió la mayoría, obteniendo 47 de 124 escaños en disputa. El resultado refleja el creciente descontento ciudadano con el aumento de los precios, en especial del arroz, en tanto los votantes estiman que la respuesta del gobierno ha sido insuficiente. De esta manera, el primer ministro Ishiba lidera el país con un gobierno debilitado, sin mayoría en ambas Cámaras y en medio de un entorno de inestabilidad política, ya que diferentes partidos de oposición han llamado a que Ishiba dimita. Por su parte, durante la última reunión bicameral se abordó el aumento de producción de arroz, aumento de los salarios y la posible implementación de un presupuesto suplementario. El actual ambiente político presionó al yen y en julio se depreció 4.5% respecto al dólar. Hacia adelante, el yen enfrenta presiones por factores domésticos, pero podría verse influenciado por el contexto global y en lo corrido del mes, la moneda se ha apreciado 2.0% respecto al dólar (al 8 de agosto).

Por el lado económico, el FMI revisó marginalmente al alza las perspectivas de crecimiento económico para este año en 0.1 puntos porcentuales hasta 0.7%. No obstante, el índice PMI de manufacturas cayó a 48.8 pts. en julio a terreno contractivo. En cuanto a la inflación, ésta se desaceleró a 3.3% anual en junio, aunque los precios de los alimentos subieron 7.2%, la mayor alza desde marzo. Por su parte, la inflación subyacente se mantiene en 1.6%. Sin embargo, el Banco de Japón (BoJ) revisó al alza sus estimaciones de inflación subyacente para este año hasta 2.7% desde 2.2%. La autoridad monetaria, además, decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 0.5% en la reunión de julio. Hacia adelante, el FMI anticipa un alza adicional de tasas en lo que queda del año.

En cuanto al mercado, las valorizaciones del índice MSCI transan ajustadas en la razón P/U *fwd*. Por su parte, según EPFR, se observan salidas de flujos durante las últimas 4 semanas (al 6 de agosto) de fondos e ETFs, a la vez que se registran salidas netas en lo corrido del año. Por el lado de los reportes corporativos del segundo trimestre, ya ha reportado 86% de las empresas y resalta una contracción de utilidades con sorpresas negativas. Por su parte, las perspectivas de crecimiento de utilidades para este año se corrigen a la baja desde un 10% en marzo a un 3%.

En el contexto de valorizaciones ajustadas, salidas de flujos, debilidad de perspectivas económicas y corporativas, **se decide mantener un posicionamiento *underweight* en acciones japonesas.**

SE MANTIENE OW ACCIONES EMERGENTES: OW LatAm Large Cap y Small Cap, neutral China y OW Asia EM ex China

Julio fue un mes mixto para mercados emergentes; China lideró en cuanto a los rendimientos del mercado, en tanto los mercados accionarios latinoamericanos cayeron, presionados por Brasil que se vio envuelto en tensiones comerciales que gatillaron una mejora en la popularidad de Lula. A pesar de estos ruidos de corto plazo, los fundamentos en América Latina de mediano plazo se mantienen. Por el lado de Asia EM ex China, países cuyos índices accionarios sobreponderan el sector tecnológico, también se verán favorecidos del *momentum* global. Esto, en un entorno de inflación que sigue cediendo y proyecciones de crecimiento económico en mercados emergentes que se han mantenido resilientes o incluso mejoran en algunos países.

AMÉRICA LATINA: OW en Large y Small Cap

Como se comenta en el párrafo anterior, el índice MSCI de acciones latinoamericanas perdió USD 4.4% en julio, presionado por Brasil que retrocedió 7.1% en dólares. La amenaza y desenlace de aranceles de parte de Trump llevó al ejecutivo a ganar popularidad, que creemos será transitoria y no conllevará impactos importantes en la economía. A nivel regional, es probable que el Banco Central de Brasil se una a los recortes de tasas a fines de este año, lo que históricamente gatilla un buen desempeño accionario. Por su parte, la región se ha mantenido resiliente en términos económicos y las proyecciones de crecimiento de algunos países mejoran. A su vez, sigue siendo una región que luce atractiva en términos de valorizaciones, lo que constituye otra razón para la convicción en el mercado accionario latinoamericano.

En **Brasil**, las tensiones comerciales con EE.UU. comenzaron el 9 de julio, con el envío de una carta de Donald Trump que declaraba la imposición de un arancel de 50% a todos los bienes de origen brasilero. Lo que llamaba la atención de dicha carta, era que a diferencia de las que había recibido otros mandatarios, esta anunciaba explícitamente su insatisfacción con el trato hacia el expresidente Jair Bolsonaro y el rol de la Corte Suprema en limitar las elecciones libres y la libertad de expresión. Es así como esta amenaza se diferenciaba de las recibidas por otros países por tener un color

político, lo que llevó a Lula a mejorar su aprobación (marginamente) en una serie de encuestas, en un periodo en el que el foco político se centra en las elecciones generales de 2026. De esta manera, el real se depreció un 3% en julio. Tras una serie de especulaciones, el gobierno estadounidense decidió dejar exento de aranceles a casi 700 productos brasileños, junto con otros como el petróleo y la celulosa, que no enfrentan ese tipo de impuestos. Así, el impacto en el PIB será acotado y del orden de 0.1 puntos porcentuales, llevando al mercado a estimar que el crecimiento de este año será del orden de 2.2%. Las perspectivas para la inflación también mejoran y se ubican en torno a 5% para el cierre de este año y 4.4% para 2026, lo que ha llevado a distintos agentes de mercado a adelantar el inicio de recortes de tasas del Banco Central para diciembre de este año. Con respecto a acontecimientos políticos, al expresidente Bolsonaro se le asignó arresto domiciliario a la espera del juicio que probablemente lo condenará a prisión efectiva. Tras la carta de Donald Trump, Lula comenzó a ganar algo de terreno en las encuestas, pero se espera que sea transitorio y retome la tendencia al alza en la desaprobación que se venía observando antes de julio. Otros acontecimientos económicos que se sumaron a las malas noticias externas fueron la publicación del informe fiscal bimensual de julio (que dio cuenta de un menor congelamiento del gasto), y la reinstauración de parte del Impuesto a Operaciones Financieras (IOF) que no fue bloqueado completamente por la Corte Suprema. Por el lado del mercado, a fines de julio se comienzan a observar salidas netas de flujos de inversión de fondos e ETFs (según EPFR) que acumulan tres semanas consecutivas (al 6 de agosto). Lo anterior también se enmarca en un contexto de vacaciones de verano en el hemisferio norte y menor liquidez en los mercados globales. El retorno de flujos es un componente esencial para el buen desempeño del mercado accionario brasileño. A su vez, las valorizaciones siguen descontadas transando ~0.6 desviaciones estándar bajo su promedio de 10 años, en la razón P/U *fwd*. Con respecto a la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, se observa un crecimiento en ventas y utilidades con más del 60% de las empresas del Bovespa habiendo publicado sus resultados. Además, las sorpresas también son positivas en ventas y utilidades, y según Citi Factset, las utilidades del índice MSCI Brasil crecerán ~12% este año. De esta manera, los fundamentos de mediano plazo de la economía más grande de la región se mantienen intactos, con un crecimiento que superaría el 2% tanto este como el próximo año, la inflación cediendo, un Banco Central que comenzaría con los recortes de tasas en un futuro próximo, valorizaciones atractivas y solidez corporativa. Con respecto a la política, aun queda más de un año para las elecciones generales de 2026, pero ciertas señales indican que el presidente actual no se presentará como candidato, siendo aún muy pronto para anticipar quién será el próximo presidente de Brasil. De este modo, a pesar de la volatilidad que puede seguir presente en el corto plazo, se decide **mantener el OW en acciones brasileñas**.

En **México** las proyecciones económicas mejoran en el margen y gran parte del mercado prevé una expansión acotada del PIB para 2025, y según la última actualización del FMI, esta sería de 0.2% este año. El PIB del segundo trimestre sorprendió y se expandió 0.7% trimestral desestacionalizado, producto de un crecimiento de actividades secundarias y terciarias. Los indicadores líderes IMEFs entregan señales mixtas; si bien el de manufacturas retrocede en julio hasta 45.5 pts., el no manufacturero mejora en el margen hasta 49.1 pts., pero aun en terreno de contracción. Por el lado de la inflación, en julio bajó hasta 3.5%, entrando decididamente al rango meta del Banxico. Sin embargo, el registro subyacente se mantiene sobre el 4%, suponiendo un nuevo desafío para la autoridad monetaria. En este contexto, en la última reunión de política monetaria la decisión de bajar la tasa en 25 pbs. hasta 7.75% no fue unánime y Jonathan Heath optó nuevamente por mantener la tasa de referencia estable. En el comunicado se mantiene el *guidance* de la reunión anterior y se reconoce que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza, en tanto el mercado espera otro recorte de la misma magnitud en lo que resta del año. Por el lado de las tensiones comerciales, a fines de julio Donald Trump confirmó que por otros 90 días las exportaciones mexicanas dirigidas a EE.UU. (fuera del T-MEC, o tratado de libre comercio entre Canadá, EE.UU. y México) seguirán enfrentando el 25% de aranceles por fentanilo, sin subirlo al 30%. Si

bien hay distintas estimaciones, el arancel promedio de México sería de un dígito y por debajo del que enfrenta el resto del mundo, lo que lo deja en una mejor posición relativa a los otros países. En el corto plazo, las expectativas mejoran, pero la revisión del T-MEC será primordial para determinar el retorno de la tendencia de *nearshoring*. Las conversaciones iniciarán a principios de octubre este año y deben terminar a más tardar en julio de 2026. Otras noticias que acontecieron en el último mes fue el respaldo gubernamental que se entregó a PEMEX (empresa Petróleos Mexicanos) con la emisión de bonos precapitalizados por más de USD 12 bn, respaldados por la Secretaría de Hacienda. Por el lado del mercado, en el último mes se exacerban las salidas de flujos del conjunto de ETFs, por alrededor de 2.6% del AUM. Las valorizaciones siguen descontadas, con la razón P/U *fwd.* transando en torno a 0.5 desviaciones estándar bajo su promedio de 5 años. Por el lado de los reportes corporativos del segundo trimestre, el total de las empresas del Mexbol ya publicó sus resultados, exhibiendo crecimiento tanto en ventas como en utilidades, pero decepcionando a las expectativas y con algunos *guidances* deteriorándose. Si bien la actividad económica continuará avanzando a paso lento, la situación actual deja a México en una mejor situación relativa al resto del mundo con respecto a los aranceles que enfrentan. Así, **se decide tomar de manera táctica un overweight en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el IPSA retrocedió 4.7% en dólares en julio, presionado por una importante depreciación del peso chileno. La moneda local enfrentó una serie de fuerzas en contra durante el mes, que lo llevaron a perder más de un 4% de su valor. En primer lugar, la Casa Blanca anunció que el cobre refinado quedaría fuera de los aranceles del metal, considerando que EE.UU. es un importador neto de esta categoría y es específicamente lo que Chile envía a la economía más grande del mundo. Esto llevó al precio del cobre COMEX a bajar abruptamente y a eliminar esa brecha que tenía con el precio de la Bolsa de Metales de Londres. Por otro lado, el dólar se apreció a nivel global, presionando a las otras monedas. Además, el precio del petróleo subió ~7% en el mes, el Fed dio un mensaje más *hawkish* y la autoridad monetaria local retomó los recortes de tasas. A lo anterior se suma que el Banco Central de Chile anunció un programa de acumulación de reservas internacionales a principios de agosto, que, si bien implica montos acotados y no debiera influir en la tendencia del tipo de cambio, añadió volatilidad al mercado cambiario de corto plazo. Como se mencionó, la autoridad monetaria retomó las bajas de tasa de referencia en julio, recortando 25 pbs. para llevarla a 4.75%. Si bien el dato de inflación de junio estuvo bajo lo esperado, el de julio la llevó a acelerarse a 4.3% anual, mientras que el registro sin volátiles subió hasta 4.0% en doce meses, alcanzando el límite superior del rango de tolerancia. Esta sorpresa llevó al mercado a retrasar sus proyecciones de nuevos recortes para diciembre, en conjunto con un Fed que entregó un discurso más *hawkish*. La actividad ha seguido creciendo y en junio se expandió 3.1% interanual, decepcionando al mercado por una caída en el sector minero, en tanto la actividad no minera se expandió 4.8% en doce meses, marcando el mejor registro desde diciembre. Las valorizaciones de las acciones chilenas se han ajustado, pero la razón P/U *fwd.* sigue por debajo del promedio de 10 años. En lo que va de la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, más del 60% de las compañías ha publicado sus resultados, y en general, los números han estado en línea o levemente por sobre lo esperado. El foco político se concentra en las elecciones generales de noviembre, y los partidos tienen hasta el 18 de agosto para inscribir candidatos. Algunas encuestas muestran como líder al candidato del Partido Republicano (Kast) y otras a la candidata comunista (Jara), aun cuando esta última ha perdido *momentum* en los sondeos. Si bien Jara no triunfaría en segunda vuelta, y el giro político se daría a nivel del Poder Ejecutivo, su popularidad podría lograr que se mantenga la mayoría de la izquierda en la Cámara de Diputados. En este escenario en que el giro hacia políticas promercado deja de ser tan claro y transversal, las valorizaciones se ven más ajustadas y la economía pierde algo de resiliencia, aunque con reportes corporativos saludables, **se decide mantener el neutral en acciones chilenas.**

En **Colombia**, los datos fiscales continúan mostrando un complicado escenario para las finanzas públicas del país. El déficit fiscal anual cayó hasta 7.5% del PIB en mayo, y se encuentra por encima del objetivo trazado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (7.1% del PIB), mientras que el balance primario cae hasta niveles no vistos desde la pandemia. Los números exhiben una situación delicada en cuanto a la sostenibilidad del país, lo que ya derivó en una disminución de la calificación crediticia tanto de Moody's como de S&P. El gobierno busca aprobar un presupuesto para 2026 de COP 552 billones, el más alto de la historia de Colombia, de la mano de una reforma tributaria que financiaría COP 26 billones de este. A pesar de que desde la administración de Petro buscan impulsar este proyecto, cuentan con un acotado apoyo político dentro del Congreso, lo que pone en duda la implementación de esta medida fiscal. Por otro lado, la actividad económica se mantiene resiliente y en mayo creció 2.8% interanual, impulsada por una fuerte demanda interna. En materia de inflación, durante julio se observó una aceleración hasta 4.9% anual, evidenciando cierto estancamiento de la inflación en torno al 5%. En cuanto a política monetaria, en su reunión de julio la Junta Directiva del Banco de la República sorprendió y mantuvo la tasa de referencia en 9.25%. El mercado esperaba un recorte de 25 pbs. aprovechando la desaceleración de la inflación de junio, pero desde el organismo argumentaron la decisión en base a las presiones inflacionarias que puede traer una economía que crece por la resiliencia de la demanda interna. En lo político, se confirmó el fallecimiento del precandidato presidencial y senador Miguel Uribe Turbay, tras dos meses en estado grave luego de sufrir una herida de bala en la cabeza. Los últimos sondeos electorales daban como favorito al difunto congresista. Si bien las encuestas aún marcan una gran dispersión en las preferencias y un gran porcentaje de encuestados se abstiene de dar una respuesta, se logra evidenciar cierta preferencia por partidos de centroderecha. Gustavo Petro prohibió los sondeos electorales hasta octubre de este año, tres meses antes del inicio del periodo de inscripción de candidaturas, por lo que esta será la última medición en algunos meses. Por otro lado, el expresidente Álvaro Uribe fue declarado culpable por un caso de soborno en actuación penal y fraude procesal, siendo el primer exmandatario juzgado y condenado en la historia del país. El mercado accionario colombiano logró una rentabilidad de USD 3.2% en junio, y se mantiene como una de las bolsas de mejor desempeño a nivel mundial. Además, las valorizaciones mantienen el atractivo al transar bajo su promedio de diez años en la razón P/U *fwd.*, aunque en el último mes se observan salidas significativas de flujos desde el principal ETF, por ~10% del AUM. De esta forma, en medio de una crisis fiscal persistente, pero con un mercado accionario que continúa con *momentum* y con valorizaciones aún atractivas, se decide **mantener la posición neutral en acciones colombianas**.

En **Perú**, la situación fiscal muestra una mejora durante este primer semestre del año. El Ministerio de Economía y Finanzas reportó un superávit trimestral entre abril y junio de 0.7% del PIB, el primero en los últimos ocho trimestres. Además, el déficit fiscal anual bajó a 2.6% del PIB a junio, alcanzando el nivel de endeudamiento público más bajo desde enero de 2024, gracias a una mayor recaudación tributaria. Desde el ministerio, reafirman que la meta de déficit fiscal para este año es de 2.2% del PIB, y las proyecciones de este mismo apuntan a que se alcanzaría. Sin embargo, pueden surgir presiones sobre el gasto en la medida que comiencen las campañas electorales para las elecciones generales del próximo año. En línea con el tema fiscal, la economía se ha mantenido resiliente, impulsando los ingresos fiscales esta primera mitad del año. La actividad económica de mayo se aceleró hasta 2.7% anual, y desde el gobierno apuntan a lograr un crecimiento entre 3.1% y 3.5% este año, por sobre lo proyectado para el crecimiento mundial. Por otro lado, la inflación en julio se mantuvo por cuarto mes consecutivo en torno a 1.7% anual, y se espera que se mantenga dentro del rango meta para final de año. En lo que es política monetaria, en su reunión de julio el Banco de la Reserva acordó mantener su tasa de referencia en 4.50%, ante la incertidumbre y las perspectivas económicas globales. Por el lado político, el Congreso definió su nueva Mesa Directiva para la legislatura anual de 2025-2026, con José Jerí encabezando el que será el último parlamento unicameral. De esta forma, se refuerza la permanencia de Dina Boluarte como

presidenta hasta el final de su mandato, tras el apoyo entregado por la nueva mesa, disipando en gran parte el riesgo de censura por parte del Congreso. Para esta segunda parte del año, se espera que se incrementen los ruidos políticos en cuanto comiencen a conocerse los respectivos candidatos y alianzas electorales, en lo que se prevé que será una disputa fraccionada ante la gran cantidad de partidos políticos inscritos. Por otro lado, el mercado accionario cerró un mes marginalmente positivo, con una rentabilidad de USD 0.7%, y acoplándose a los positivos rendimientos de la región en lo corrido del año, con un desempeño de USD 22.9% este 2025. En cuanto a valorizaciones, estas se mantienen descontadas al transar por debajo de su promedio de 10 años en la razón P/U *fwd.*, mientras que por el lado de los flujos se observan salidas desde el principal ETF por 2% del AUM en julio. De esta forma, con una economía que se mantiene saludable, y un escenario político que comenzará a agitarse en la medida que nos acerquemos a la fecha electoral, se decide **mantener la posición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, el gobierno ha intervenido en el tipo de cambio dentro de la brecha cambiaria ante la tendencia alcista del dólar, con el fin de controlar el alza del tipo de cambio hasta la banda superior, mediante compras en el mercado de futuros y la absorción de pesos. Este último mecanismo ha generado cierto ruido dado su repercusión en las tasas cortas, ante la eliminación de las letras fiscales (Lefis) por parte del gobierno. Estos instrumentos se utilizaban para absorber la liquidez restante de pesos, por lo que el gobierno se ha visto obligado a intervenir mediante otras vías ante la subida del dólar, lo que ha generado cierta desestabilización en las tasas más cortas. Por otro lado, la administración logró un acuerdo técnico con el staff del Fondo Monetario Internacional (FMI) para un segundo desembolso por USD 2,000 millones, luego de la primera revisión del programa acordado en abril. Dentro de los requerimientos, Argentina cumplió de sobremana la parte fiscal, logrando un superávit primario de 0.9% del PIB en el primer semestre, aunque no logró recaudar las reservas internacionales exigidas, por lo que desde la institución se entregó un nuevo *weiver* (plazo extra) para mejorar este apartado. Gracias a la saludable situación fiscal del país, el presidente Javier Milei anunció de manera permanente la baja de las retenciones para carne, la soya, y el maíz, entre otros productos, efectuando una de sus principales promesas de campaña. Por el lado macroeconómico, la actividad económica de mayo sufrió una contracción mensual marginal de 0.1%, pero exhibió un crecimiento del 5.0% en su variación interanual, mientras que la inflación de junio volvió a sorprender y se mantuvo por segundo mes consecutivo bajo el 2% mensual (1.6%). Parte de la intervención gubernamental mencionada anteriormente se dio en tasas de colocación a un día, con el fin de lograr un menor traspaso desde el tipo de cambio hacia la inflación. La inflación se mantiene como uno de los pilares centrales del gobierno de cara a las elecciones intermedias de octubre, en donde la imagen y aprobación de Milei juega un papel importante. En línea con esto, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) subió en julio, y se ubica cercano al 50% de aprobación. En septiembre habrá elecciones regionales en la Provincia de Buenos Aires, la cual concentra más del 30% del padrón electoral. De cara a estas, La Libertad Avanza conformó un pacto con Propuesta Republicana para hacer frente a la oposición, en una región donde históricamente tiende a triunfar el peronismo. Por el lado de flujos, se acentúan las salidas desde el principal ETF por 16% del AUM en el último mes. De esta forma, si bien los datos inflacionarios y fiscales se mantienen positivos, persisten los riesgos políticos en cuanto al sistema cambiario, en una economía inestable y bastante frágil al contexto mundial, por lo que se decide **mantener la posición neutral en acciones argentinas.**

CHINA: Se decide mantener un posicionamiento neutral en acciones chinas

Entre el 27 y 30 de julio se llevó a cabo la tercera ronda de negociaciones comerciales entre China y EE.UU. en Estocolmo, encabezada por el viceprimer ministro chino He Lifeng y el secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent. Su objetivo principal fue acordar la extensión de la tregua arancelaria de 90 días, programada para expirar el 12 de agosto.

Trump por su parte, confirmó la extensión del acuerdo comercial que reduce los aranceles a las importaciones estadounidenses al 30%. Por el lado de las restricciones tecnológicas y el envío desde EE.UU., Nvidia y Advanced Micro Devices señalaron que entregarían el 15% de los ingresos por la venta a China, de sus chips H20 y MI308, al gobierno de EE.UU. Lo anterior sería para asegurar las licencias de exportación al gigante asiático, aunque medios de comunicación chinos señalan riesgos de seguridad e ineficiencia de los chips.

En cuanto al ámbito interno, en julio se llevó a cabo la reunión del Politburó. Las autoridades enfatizaron la necesidad de impulsar la demanda interna y abordar el exceso de capacidad, aunque no se mencionaron nuevas medidas de estímulos. Además, durante el mes se anunció un subsidio de USD 503 anual por uno a tres hijos nacidos, hasta los tres años, con pago retroactivo por niño nacido desde enero de este año. La medida busca impulsar la natalidad del país que presenta una crisis demográfica. Sin embargo, la política tendría un bajo impacto en la natalidad, pero podría tener un impacto de segundo orden en el consumo y empleo femenino.

Por el lado económico, las exportaciones en julio se expandieron 7.2% anual, sorprendiendo las expectativas y manteniendo resiliencia durante el año, pese a la disrupción de los aranceles de Trump. Por otro lado, aun cuando las autoridades han señalado que buscan abordar la sobrecapacidad de producción del país al mismo tiempo de impulsar la demanda interna, la producción industrial y las ventas minoristas en junio mostraron movimientos divergentes y se sigue ampliando la brecha entre ambos. No obstante, el crecimiento económico se expandió 5.2% anual en el segundo trimestre, sobre las expectativas del mercado. Aun así, los índice PMI de manufactura y servicios registraron movimientos divergentes; el primero cayó a terreno contractivo en julio y el segundo mejoró al nivel más alto desde mayo de 2024.

Por el lado de la inflación, esta registró una variación nula en julio en términos anuales, aunque la inflación subyacente aumentó hasta 0.8% anual, el registro más alto en 17 meses. Hacia adelante, se espera que las medidas *Anti-Involution*, que buscan abordar la caída de precios, tardarían en incidir en la inflación al menos 6 meses. Sin embargo, los precios al productor en julio se contrajeron 3.6% anual. Por su parte, el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia a 1 y 5 años en 3.10% y 3.50% respectivamente en su reunión de julio, en línea con lo que se estimaba. El mercado espera que la autoridad mantenga el conjunto de tasas durante el tercer trimestre.

Pasando al mercado, en julio el índice MSCI China subió USD 4.5%, registrando un *outperformance* respecto a pares regionales. No obstante, las acciones continúan transando con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su promedio histórico. Por el lado de flujos el escenario es divergente, según EPFR, se observan salidas de flujos de fondos e ETFs durante las últimas 2 semana (al 6 de agosto), al igual que se observan salidas netas en lo corrido del año. Sin embargo, el principal ETF del país muestra entradas netas de flujos de inversión durante el último mes. Finalmente, la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre recién inicia y con 7% de las empresas reportadas destaca crecimiento marginal de utilidades junto con sorpresas positivas. Por su parte, para este año las perspectivas de crecimiento de utilidades se corrigen a la baja hasta 5.8% desde 7.4% un mes atrás.

En el contexto de datos económicos y flujos divergentes, valorizaciones atractivas y perspectivas de utilidades que se corrigen a la baja **se decide mantener un posicionamiento neutral en acciones chinas.**

ASIA EMERGENTE EX CHINA: Se mantiene el OW

En Asia emergente ex China, dos de los tres principales mercados tienen una preponderancia del sector tecnológico en sus índices accionarios, lo que permitió que en julio tanto Corea del Sur como Taiwán anotaran rendimientos positivos. Hacia adelante, se espera continúe el *momentum* de las acciones tipo *Growth* en EE.UU. y arrastre el rendimiento del resto del mundo. En el caso de India, se mantiene una postura más cautelosa, con una pérdida de tracción clara de su mercado accionario y aumento de tensiones comerciales.

Durante julio, el principal tema que orientó al mercado **indio** fue el aumento de tensiones con EE.UU., tras las críticas estadounidenses por el comercio con Rusia, principalmente por productos energéticos y militares. La fricción llevó al presidente Trump a incluir un arancel adicional de 25% a las importaciones de productos indios, aumentando a una tasa arancelaria acumulativa de 50% a partir del 27 de agosto. Aunque las autoridades indias continuarían con las negociaciones, el primer ministro señaló que no comprometerá los intereses nacionales y no cederá ante las demandas estadounidenses. Lo anterior ha afectado el sentimiento de los inversionistas hacia las acciones indias. El índice MSCI cayó USD 5.2% en julio, desacoplándose de la región y registrando un *underperformance* respecto a sus pares. La rupia por su parte se depreció 2.1% respecto al dólar el mismo mes. En cuanto a la economía, el FMI revisó al alza las perspectivas de crecimiento económico para este año hasta 6.4%, desde 6.2% en su proyección de abril. Mientras tanto, los indicadores PMI de manufacturas y servicios se mantienen en amplio terreno expansivo durante julio, manteniendo su resiliencia. En cuanto a la inflación, continúa desacelerándose y en julio cayó hasta 1.6% anual y, hacia adelante se espera que siga bajo 3%. Por su parte, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de referencia en 5.50% en la reunión de agosto. Pese a que el Banco Central cambió a una postura neutral, tras el aumento de tensiones con EE.UU. el mercado aumenta las probabilidades de recortes de tasas adicionales, ya que la inflación en India continuaría desacelerándose, sumada a una posible ralentización de la economía. Una mayor flexibilización monetaria podría reactivar la economía con una transmisión de bajas de tasas desfasada. Pese a la caída de las acciones, estas continúan transando con valorizaciones ajustadas en la razón P/U fwd. Por el lado de los flujos, según EFPR se observan salidas de flujos de inversión de fondos e ETFs durante las últimas dos semanas (al 6 de agosto) y acumulando salidas netas en lo corrido del año. Finalmente, durante la temporada de reportes corporativos del segundo trimestre, el 92% de las compañías han presentado sus resultados corporativos destacando el crecimiento de utilidades por 6.9%. En el contexto de valorizaciones ajustadas, falta de tracción en el mercado accionario y pérdida de *momentum*, además de salidas de flujos, **se decide mantener neutral las acciones indias**, teniendo en cuenta la resiliencia económica.

Las acciones **surcoreanas** durante julio rentaron USD 3.2%, registrando un *outperformance* respecto a sus pares regionales y manteniendo el *momentum*. El won se depreció 2.9% respecto al dólar el mismo mes. El actual gobierno mantiene una alta aprobación, impulsado por medidas para reactivar la economía y el objetivo de impulsar al índice Kospi hasta los 5,000 puntos (3,189 pts. actualmente). Aunque el gobierno señaló la intención de disminuir el umbral de inversiones que pagan impuestos y el Kospi cayó USD 3.7% en un día, el mercado no internaliza la implementación de la medida en su propuesta original. En el ámbito internacional, Corea del Sur concretó un acuerdo comercial con EE.UU. Como resultado, la tasa arancelaria a la cual estarían sujetas las importaciones de productos surcoreanos cayó a 15% desde el 25% previsto, incluyendo el sector automotriz y de autopartes. Además, como parte del acuerdo, Corea del Sur se compromete a invertir USD 350 bn en EE.UU. y comprar USD 100 bn en productos energéticos. Por otro lado, Samsung y SK Hynix evitarían los posibles aranceles a semiconductores señalados por Trump, ya que ambas empresas cuentan con inversiones en EE.UU. Lo anterior es positivo, ya que el sector de Tecnologías de Información (TI) pesa un 42% en el

índice accionario MSCI. Por su parte, el presidente Lee se reunirá con Trump el 25 de agosto, y se espera que aborden los detalles del plan de inversión en EE.UU. y la cooperación militar. Pasando a lo económico, el índice PMI de manufacturas en julio se mantuvo en terreno contractivo, pero las exportaciones del mismo mes se expandieron 5.9% anual, sorprendiendo las expectativas. Por el lado de la inflación, en julio registró 2.1% anual, casi en línea con el objetivo de 2% del Banco Central. Hacia adelante, se espera que la inflación se ubique bajo el 2% anual en agosto. Por su parte, el Banco Central se reunirá en dicho mes y el mercado se encuentra dividido entre si bajará la tasa en 25 pbs. hasta 2.25% o mantendrá la tasa en 2.50%. Por el lado del mercado, las acciones surcoreanas transan con valorizaciones atractivas, y se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF por 6% del AUM durante el último mes. Finalmente, han reportado 76% de las compañías sus resultados corporativos del segundo trimestre, resaltando una contracción de utilidades y crecimiento de ventas, al mismo tiempo que se espera un crecimiento de utilidades de 18% para este 2025 según Factset. En el contexto de mejores datos económicos, *momentum* accionario y perspectivas positivas en el sector TI, ligado al *momentum* de las acciones tipo *Growth* en EE.UU., entrada de flujos y valorizaciones atractivas, **se decide mantener el overweight en acciones surcoreanas.**

En julio las acciones **taiwanesas** rentaron USD 2.7%, mientras que el dólar taiwanés se depreció 2.2% respecto al dólar estadounidense. Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), principal empresa del índice MSCI con un peso de 55%, elevó sus perspectivas crecimiento de ingresos y ventas para este 2025, reforzando las perspectivas e inversión en inteligencia artificial, la nube y construcción en centro de datos. Por otro lado, la empresa estaría exenta del posible arancel de 100% a las importaciones de semiconductores ya que ha instalado plantas de producción en EE.UU. De esta manera, las acciones de TSMC subieron USD 6.7% en julio. Continuando con los aranceles, las autoridades señalaron que se mantienen en negociaciones para disminuir la actual tasa arancelaria de 20%. Pese a la disrupción de los aranceles, las exportaciones taiwanesas han sorprendido y en julio estas se expandieron 42% anual, mientras que los envíos a EE.UU. crecieron 63%. En la misma línea, la economía se aceleró a 8.0% anual durante el segundo trimestre, siendo las exportaciones netas el principal contribuidor. Por su parte, la inflación se ubicó en 1.5% anual en julio, bajo el 2% objetivo del Banco Central. Por el lado de la política monetaria, el mercado se comienza a alinear en torno a un recorte de tasas en las próximas reuniones. En cuanto al mercado, las valorizaciones transan ajustadas con relación a su promedio histórico en la razón en P/U *fwd.*, mientras que, durante el último mes, los flujos de inversión muestran señales de enfriamiento. Finalmente, han reportado 72% de las empresas en la temporada de resultados corporativos del segundo trimestre, destacando un crecimiento de utilidades de 17.8%, al mismo tiempo que se espera un crecimiento de utilidades de 11% para este 2025 según Factset. De esta forma, dada la fortaleza del sector de semiconductores, sus mejores perspectivas y datos económicos positivos, **se decide mantener un posicionamiento overweight en acciones taiwanesas**, pese a las altas valorizaciones.

Durante julio, **Indonesia** concretó un acuerdo comercial con EE.UU., reduciendo los aranceles desde el 32% anunciado al 19%. Por su parte, Indonesia se comprometió a eliminar las barreras arancelarias para el 99% de las importaciones desde EE.UU., además de eliminar otras barreras no arancelarias. Las acciones indonesias cayeron USD 0.3% en julio, mientras que la rupia se depreció 1.3% respecto al dólar. Por el lado económico, el país creció 5.1% anual en el segundo trimestre impulsado por la expansión de inversión fija y el consumo privado. Por el lado de la inflación, esta se aceleró a 2.4% anual en julio, presionada por el aumento de precios de alimentos, aunque aún bajo la meta del Banco Central (3%). De esta manera, la autoridad monetaria decidió recortar la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 5.25% en la reunión de julio. En cuanto al mercado, las valorizaciones transan atractivas en la razón P/U *fwd.* respecto a su historia, mientras que en el último mes se observan entradas netas de flujos de inversión desde el principal ETF por 2% del AUM, luego que

en junio se observaran salidas netas por 46% del AUM, al mismo tiempo que las perspectivas de crecimiento de utilidades continúan debilitándose y anticipan una contracción de 3.2% para este año. En este contexto de un mercado sin *momentum* accionario, contracción de utilidades, valorizaciones atractivas y retorno de flujos, **se decide mantener en neutral la exposición a acciones indonesias**. Por otro lado, las acciones **tailandesas** avanzaron USD 14% en julio, liderando los retornos en la región y reversando parte de las pérdidas del año. Por su parte, el Baht tailandés se depreció 0.9% respecto al dólar estadounidense. El sentimiento del mercado se impulsó tras el acuerdo comercial con EE.UU., que disminuyó la tasa arancelaria a 19% desde el 36% anunciado anteriormente. Además, el país se comprometió eliminar los gravámenes a 90% de los productos importados desde EE.UU. Pese al acuerdo comercial, la política interna se mantiene entrampada, a la espera del juicio de la primera ministra que podría prolongarse por seis meses antes del fallo, que podría concluir en la destitución del cargo si el Tribunal la encuentra culpable. Por otro lado, a fines de julio escaló la tensión fronteriza entre Tailandia y Camboya, derivando en 5 días de enfrentamientos militares como el combate más mortífero del último tiempo. El alto al fuego alcanzado el 29 de julio, se vio influenciado en parte por las amenazas de Trump de suspender los acuerdos comerciales. Por el lado económico, las perspectivas de crecimiento económico del mercado se han revisado a la baja desde un 3% en enero a un 2% para este año. Con respecto a los precios, la inflación se mantiene con presiones deflacionarias en julio, por cuarto mes consecutivo en terreno contractivo (-0.7% anual). En cuanto a la política monetaria, el Banco Central decidió recortar la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 1.50% en la reunión de agosto. Hacia adelante, el mercado espera una mayor flexibilización de la política monetaria y prevé recortes que lleven la tasa de referencia hasta 1.0% dentro de los próximos 12 meses. Pasando al mercado, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, y durante el último mes se observan entradas netas de flujos de inversión al principal ETF, aunque la proyección de crecimiento de utilidades se corrige a la baja desde un 8% en junio a un 4% actualmente. De este modo, dadas las presiones deflacionarias, crisis política, pero retorno de flujos, valorizaciones atractivas y el reciente *momentum* accionario, **se decide disminuir el *underweight* en acciones tailandesas**.

EMEA

Se decide aumentar el *underweight* en acciones de la región en el caso de una cartera emergente.

Las acciones **sudafricanas** registraron un *underperformance* respecto a pares regionales y subieron USD 0.7% en julio, en línea con la correlación positiva entre las acciones y el precio del oro que apenas subió USD 0.3%, mientras que el ZAR se depreció 2.8% respecto al dólar. En el cuanto a los aranceles, Sudáfrica no logró alcanzar un acuerdo antes de la entrada en vigor de los gravámenes el 7 de agosto y registra una tasa arancelaria de 30% para la importación de productos sudafricanos. Los aranceles afectarían 30,000 empleos, en un país con una tasa de desempleo que aumentó a 33.2% durante el segundo trimestre. Por otro lado, el sector vitivinícola es el más afectado, tras la pérdida de competitividad por el alza de precios, aunque su impacto en el crecimiento económico sería limitado. Sin embargo, las autoridades buscarían alcanzar un acuerdo. Por su parte, el FMI mantuvo sin cambios las perspectivas de crecimiento económico en 1.0% para este año. Mientras tanto, la inflación se encuentra en 3.0% en junio, el límite inferior del rango objetivo de inflación del Banco Central. Por el lado de la política monetaria, el Banco Central decidió recortar la tasa de referencia en 25 pbs. hasta 7.00% en la reunión de julio. En el mercado accionario, las acciones transan con valorizaciones atractivas en la razón P/U *fwd.*, aunque durante el último mes se observan salidas netas de flujos de inversión por 3% del AUM, mientras que la proyección de crecimiento de utilidades para este año se corrige a la baja. En el contexto de

valorizaciones atractivas, retorno de flujos, pero perspectivas económicas débiles, correlación del mercado accionario con el oro y la pérdida de *momentum* del metal precioso, **se decide mantener en neutral las acciones sudafricanas.**

Las acciones **turcas** rentaron USD 6.3% en julio, liderando las rentabilidades de la región y registrando un *outperformance* respecto a sus pares. Mientras tanto, la lira turca se depreció 2.8% respecto al dólar, presionado por eventos políticos internos y la fortaleza del dólar. En cuanto a la política interna, los municipios que controla la oposición enfrentan nuevas investigaciones y se detuvieron 30 personas por el delito de corrupción. Además, el alcalde de Estambul, Ekrem Imamoglu, fue condenado a 1.8 años de prisión. Lo anterior ha intensificado el sentimiento de represión política. Por otro lado, Moody's mejora la calificación crediticia de Turquía a Ba3, con perspectiva estable, tras la mejora de la implementación de políticas y el retorno a una política monetaria convencional. En cuanto a los datos económicos, el índice PMI de manufacturas aceleró su caída en terreno contractivo a 45.9 pts. en julio. Por el lado de la inflación, esta se desaceleró a 33.5% anual en julio, mientras que en términos mensuales se aceleró a 2.1%. Por su parte, el Banco Central retomó las bajadas de tasas en la reunión de julio y recortó 300 pbs. hasta 43%. Con respecto al mercado, las acciones transan con valorizaciones ajustadas en la razón P/U *fwd.* y se observan salidas netas de flujos de inversión desde el principal ETF por 9% del AUM durante el último mes, mientras que se proyecta una contracción de utilidades para este año. En un contexto de contracción de utilidades, valorizaciones ajustadas, salida de flujos y datos económicos deteriorados, **se decide mantener el posicionamiento *underweight* en acciones turcas.**

Las acciones **saudíes** durante julio retrocedieron USD 1.8%, y registraron un *underperformance* respecto a sus pares de la región, pese a que el precio del petróleo Brent avanzó USD 7.0% impulsado por las amenazas de Trump. Esta economía, altamente dependiente del petróleo, se mantiene presionada por perspectivas menos favorables para este *commodity*. El nivel de precio del petróleo que permite el equilibrio fiscal y la implementación del plan de diversificación económica es de USD 113 por barril, casi el doble del precio actual del petróleo Brent, presionando un mayor déficit fiscal. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció un aumento adicional de producción por 547 mil barriles diarios en septiembre. Pese al aumento de oferta, los precios del petróleo han subido durante los últimos tres meses. Por su parte, Saudi Aramco decepcionó en el reporte del segundo trimestre, mientras que la deuda aumentó por cuarto trimestre consecutivo. En tal sentido, las perspectivas de crecimiento de utilidades para este año se corrigieron al alza durante el último mes. En tanto, las valorizaciones se mantienen atractivas en la razón P/U *fwd.*, pero durante el último mes se observan salidas netas de flujos de inversión por 4% del AUM del principal ETF. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI), revisó al alza las perspectivas de crecimiento económico del reino para este año hasta 3.6% desde 3.0%, impulsado por la normalización de producción del petróleo y la inversión en el plan de diversificación económica. En el contexto de salidas de flujos, aumento de la oferta que presiona las perspectivas de precio del petróleo y falta de tracción del mercado accionario saudí, **se decide aumentar el *underweight* las acciones saudíes.**

RENTA FIJA

US TREASURIES: se disminuye el OW en *treasuries* de 2 años, se mantiene el neutral en *treasuries* de 10 años, el UW en *treasuries* de 30 años y el neutral en TIPS

En julio, los anuncios de nuevos aranceles por parte de Donald Trump reactivaron las tensiones comerciales, ejerciendo cierta presión sobre las tasas de interés. A este contexto se sumaron las crecientes presiones políticas desde la administración estadounidense sobre el Banco de la Reserva Federal para promover recortes en la tasa de referencia, y

las amenazas sobre una nominación anticipada del sucesor de Powell. En la última semana del mes, el Fed mantuvo sin cambios su tasa en 4.50%, entregando un mensaje más *hawkish* de lo previsto, pese a que la decisión no fue unánime por la disidencia de dos miembros que buscaban disminuir el nivel de tasas. Sin embargo, el sesgo menos expansivo se desvaneció rápidamente tras publicarse los débiles datos del mercado laboral de julio, lo que llevó al mercado a anticipar un escenario incluso más *dovish* que el proyectado previo a la reunión del Fed. En este marco, las tasas cerraron julio con alzas de punta a punta, lideradas por los tramos más cortos tras la reunión de política monetaria, aunque la corrección posterior provocada por los datos laborales borró prácticamente todo el aumento acumulado durante julio.

Por el lado de datos económicos, la inflación de julio (IPC) se mantuvo en 2.7% anual, por debajo de las expectativas del mercado, mientras que el componente subyacente sorprendió al alza y se aceleró hasta 3.1% interanual, su valor más alto desde febrero de este año. El componente de servicios se ha mostrado más persistente, mientras que el componente de bienes evidencia que aún no se ve del todo el efecto de los aranceles en los precios. En su revisión de mitad de año, el FMI elevó levemente su proyección de crecimiento para EE.UU. hasta 1.9% anual. Este incremento, junto con el positivo resultado del PIB del segundo trimestre, refleja una economía sin mayores desequilibrios. Por otro lado, los datos de empleo decepcionaron e incluso se vio una fuerte revisión a la baja en los números de mayo y junio, evidenciando una desaceleración del mercado laboral durante el segundo trimestre.

En julio, el Fed decidió mantener la tasa de referencia en 4.50%, reiterando su postura de data dependencia. La reunión estuvo marcada por la disidencia de dos gobernadores; Christopher Waller y Michelle Bowman, quienes se inclinaron por un recorte de 25 pbs. Waller, uno de los principales candidatos para suceder a Jerome Powell como presidente del Fed, ha alineado su postura con la de Donald Trump en favor de tasas más bajas, mientras que Bowman fue nombrada *Vice Chair* de Supervisión este año por el propio Trump. Las presiones políticas del mandatario han ido en aumento y se espera que persistan de cara a la reunión de septiembre. Trump ha señalado que la lista de candidatos para reemplazar a Powell continúa creciendo, incluyendo a gobernadores actuales del Fed, presidentes de Fed regionales y figuras políticas externas. Por otro lado, la gobernadora Adriana Kugler presentó su renuncia anticipada, antes de que expirara su mandato en enero de 2026. En su lugar, Trump nominó como gobernador interino a Stephen Miran, presidente del Consejo de Asesores Económicos del gobierno, en una decisión de alto contenido político debido a su cercanía con la actual administración. Miran participará en el FOMC hasta enero del próximo año, cuando se designe al nuevo gobernador que ocupará el puesto de forma permanente, a la espera de confirmación por parte del Senado. A fines de agosto, se llevará a cabo el simposio de Jackson Hole, donde se espera un mensaje más claro de la dirección de la política monetaria.

Tras la reunión del Fed, el mercado pasó a descontar un único recorte de tasas para lo que resta del año, luego de que las declaraciones de Jerome Powell adoptaran un tono más *hawkish* de lo esperado. Sin embargo, el débil dato de empleo revirtió este escenario y reactivó las expectativas de dos recortes para el cierre de 2025. En reacción a esto, las tasas registraron caídas significativas ese mismo día, más pronunciadas en el tramo corto de la curva: el rendimiento del *treasury* a 2 años descendió más de 20 pbs., hasta 3.68%, mientras que el bono a 10 años retrocedió en menor medida, hasta 4.20%, con una curva que se mantiene empinada con un diferencial 10-2 años en torno a los 50 pbs.

Por el lado de la volatilidad, el índice MOVE -que mide la volatilidad implícita en la curva de tasas de los bonos del tesoro- se mantiene por debajo de su promedio histórico de los últimos cinco años desde mediados de junio, y se ubica en torno a los 80 pbs. Los *breakevens* de los bonos del Tesoro de 5 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, han aumentado en línea con la aceleración vista en los últimos datos de índices de precios, registrando 2.43% y 2.36%

respectivamente. Este leve desacople en las expectativas de corto – mediano plazo se da en un contexto donde se han comenzado a ver ciertos efectos de los aranceles en los precios. Las tarifas se encuentran recientemente entrando en vigor, por lo que se comenzará a ver el verdadero impacto de estas en los próximos datos, aunque se espera que este efecto sea transitorio. En este sentido, las expectativas a largo plazo se mantienen ancladas a la meta de 2%.

Dado lo anterior, si bien se espera que haya una desaceleración económica, no proyectamos una recesión en EE.UU., ante la publicación de datos que exhiben cierta resiliencia de la economía americana. Por otro lado, se proyecta que los ruidos inflacionarios y comerciales se mantengan elevados en el corto plazo, en la medida que se internalizan los efectos inflacionarios de los aranceles y los nuevos anuncios por parte de la actual administración. En este contexto, se mantiene una posición corta en duración con respecto al *benchmark*, disminuyendo el *OW* en *treasuries* de 2 años (tomando utilidad de esta posición), y se mantiene el *UW* en *treasuries* de 30 años, en respuesta a la volatilidad que han mostrado las tasas largas. Por otro lado, se mantiene la posición neutral en *treasuries* a 10 años, dado el nivel de tasas actual. Finalmente, se mantiene una posición neutral en TIPS.

GLOBAL INVESTMENT GRADE: Se mantiene la posición UW

Las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables hasta la parte final de julio. Luego de la reunión de política monetaria del Fed, el mercado comenzó a internalizar un escenario menos expansivo, lo que generó un alza de las tasas en el mes. Sin embargo, la sorpresa negativa de los datos del mercado laboral generó una caída generalizada de las tasas globales, revirtiendo el movimiento de julio de los diferentes tramos de la curva.

Tras estos movimientos, y en el frente de actividad económica, las proyecciones de crecimiento de mitad de año publicadas por el FMI fueron revisadas ligeramente al alza para EE.UU., en línea con un dato de PIB del segundo trimestre que superó las estimaciones, lo que refuerza que no se observan grandes desequilibrios macroeconómicos en la economía más grande del mundo. Por su parte, la inflación mostró una aceleración moderada, impulsada por el efecto de los aranceles sobre los precios, aunque sin generar mayores sorpresas. No obstante, antes de la reunión de política monetaria de septiembre aún se conocerán datos relevantes tanto de inflación como del mercado laboral, por lo que el escenario actual podría cambiar en función de la nueva información.

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de depósito en 2.00% tras un año de flexibilización monetaria. Tras las declaraciones de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, el mercado comenzó a anticipar una postura menos expansiva por parte de la institución, poniendo en duda el recorte adicional de tasas que previamente se esperaba para este año. En el ámbito macroeconómico, la inflación de julio fue de 2.0% anual, ligeramente por encima de las proyecciones. Además, el crecimiento del segundo trimestre superó las estimaciones al expandirse 1.4% interanual, mientras que el FMI revisó al alza sus expectativas para la economía de la región.

Así, para sus respectivas reuniones de septiembre, el mercado anticipa que el Fed recorte su tasa de referencia por primera vez en el año, aunque sujeto a cambios en la medida que conozcamos nuevos datos económicos, mientras que el BCE mantendría su postura de julio y no haría cambios en su sistema de tasas de interés.

El último mes, la clase de activo *Investment Grade* global registró una rentabilidad de USD 0.3%. A pesar de que este tipo de instrumento mantiene cierto atractivo dada su calidad crediticia, los *spreads* se mantienen en niveles bastante

comprimidos y en línea con los valores ajustados de inicios de año. Estos niveles parecen no ser representativos del contexto económico global, a pesar de la menor probabilidad de recesión. Sumado a esto, la mayor duración de esta categoría nos lleva a mantener mayor cautela respecto a otras alternativas dentro de la renta fija global. Debido a esto, **se mantiene la posición *underweight* en *Global Investment Grade*.**

GLOBAL HIGH YIELD: Se mantiene la posición *UW*

En cuanto a *High Yield*, durante julio registró una rentabilidad mensual de 0.9%, en línea con el buen desempeño de la renta variable. El escenario global se mantiene incierto y difícil de anticipar, ante esta segunda ronda de anuncios comerciales que pareciera no haber terminado, a pesar de pasar la fecha límite impuesta por el mismo presidente Trump a principios de agosto. Pese a ello, el riesgo de un escenario con una fuerte desaceleración económica pareciera disiparse, e incluso organismos internacionales han realizado revisiones al alza en sus perspectivas de crecimiento para este año. En cuanto a los *spreads*, estos se mantienen en niveles comprimidos tras las alzas de abril y el repunte que se revirtió rápidamente luego del primer día de agosto, situándose actualmente cerca de 80 pbs., por debajo de su promedio histórico, lo que refleja una valorización exigente frente a las condiciones económicas vigentes.

La clase de activo continúa ofreciendo un *yield* atractivo por sobre su promedio de diez años, aunque mostrando una tendencia a la baja desde su nivel de cierre en 2024, ubicándose en 6.7%. Por otro lado, las valoraciones se mantienen ajustadas en un entorno global que se mantiene incierto e impredecible, ante las nuevas amenazas y anuncios comerciales por parte de la administración estadounidense. Este escenario aumenta la probabilidad de ampliaciones de los *spreads* en el corto y mediano plazo dado sus acotados niveles, elevando el riesgo para los inversionistas. Dado lo anterior, **se mantiene la posición *UW* en *Global High Yield*.**

DEUDA EMERGENTE: Se decide mantener la posición neutral en deuda soberana, mantener el *OW* en bonos corporativos *IG*, llevar a *OW* la posición en bonos corporativos *HY* desde neutral y mantener el posicionamiento neutral en *local markets*

En julio, la curva de tasas de bonos del Tesoro estadounidense registró alzas en todos sus tramos, con un movimiento más pronunciado en la parte corta, lo que provocó un aplanamiento de la curva. Las tasas tuvieron un alza importante en los últimos días del mes, tras la reunión de política monetaria del Fed y su posterior ronda de preguntas, en donde el mercado comenzó a internalizar un menor número de recortes para lo que resta del año. Las tasas del resto del mundo mantuvieron la tendencia de mostrar ajustes más acotados que las tasas norteamericanas, reflejando respuestas más moderadas a las dinámicas del mercado estadounidense. Adicional a lo ocurrido el último mes, el primer día de agosto se vio una caída pronunciada de las tasas globales, luego de conocerse los datos del mercado laboral en EE.UU. Durante el mes pasado, la deuda soberana emergente tuvo un rendimiento de USD 1.3%, superando ampliamente a su contraparte de economías desarrolladas (USD -0.1%). Por su parte, la deuda corporativa emergente registró un *performance* de USD 0.9%, por sobre el desempeño de la corporativa desarrollada.

Para la deuda soberana, a pesar de su buen rendimiento a lo largo del año, el escenario global se mantiene incierto ante la nueva escalada comercial y los diferentes anuncios provenientes desde la administración estadounidense. Luego del primero de agosto, fecha límite que había fijado Trump para los nuevos aranceles, los anuncios y amenazas han continuado, e incluso el presidente estadounidense ha comentado sobre la posibilidad de imponer nuevas represalias a algunos socios comerciales en particular. Si bien el mercado no ha reaccionado de sobremanera, como se dio tras los

anuncios de abril, la impredecibilidad de estas medidas vuelve a generar incertidumbre. De esta forma, se opta por mantener una posición neutral en deuda soberana emergente.

Pasando a la deuda corporativa de mercados emergentes, se mantiene una posición *overweight* en bonos corporativos con calificación *Investment Grade*. Durante el último mes, esta clase de activo registró un rendimiento positivo, con un avance de USD 0.7%. A pesar de este buen desempeño, los *spreads* aún muestran cierto rezago frente a la compresión observada en sus equivalentes de mercados desarrollados, tras el repunte que experimentaron luego del *Liberation Day*. En la primera parte de este mes, la baja en las tasas globales impulsó un incremento más marcado en los *spreads* de estos activos, superando ampliamente la reacción moderada vista en los mercados de EE.UU. y Europa. Esta diferencia entrega una oportunidad táctica, ante una potencial compresión en emergentes.

En cuanto a *High Yield*, la clase de activo anotó un desempeño positivo de USD 1.2% durante julio. Los *spreads* de los bonos corporativos emergentes de menor calidad crediticia han tenido un comportamiento similar a los bonos corporativos emergentes *Investment Grade*, con un rezago en la compresión tras abril, aunque su alza fue más acotada que los *spreads* de desarrollados. Por otro lado, la clase de activo presenta niveles de *yields* atractivos por sobre su promedio de los últimos diez años, y por sobre los niveles ofrecidos por instrumentos europeos y estadounidenses de igual categoría. De esta forma, se decide llevar a *overweight* la exposición en deuda emergente *High Yield* desde neutral.

Por el lado de *local markets*, se interrumpió la tendencia apreciativa de las monedas emergentes en julio, con una depreciación del 1.2% del índice generalizado. En paralelo, el dólar (DXY) obtuvo su primer mes del año con ganancias, con una apreciación del 3.2%. Estos primeros días de agosto se ha retomado lo visto durante los otros meses del año, con las monedas emergentes al alza y la divisa estadounidense registrando pérdidas. Esta debilidad del dólar podría continuar, en base a sus fundamentos y a la situación económica estadounidense, pero el escenario se mantiene bastante impredecible para las monedas a nivel global. Así, se mantiene la posición neutral en *local markets*.

En línea con lo anterior, **se mantiene en neutral la posición en deuda soberana emergente y *local markets*, el OW en bonos corporativos IG, y se lleva a OW desde neutral la posición en bonos corporativos HY**

Exposición a Monedas | Agosto 2025

Monedas	Bench.	Jul	Ago	OW/UW	Cambio
USD	55.1%	55.1%	55.1%	N	
EUR	7.5%	6.9%	7.5%	N	+
GBP	1.5%	0.9%	1.5%	N	+
JPY	2.4%	2.9%	2.4%	N	-
GEMs	33.7%	34.3%	33.7%	N	-
	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 se neutralizan las posiciones en todas las monedas dadas las inciertas perspectivas.

Resultados TAACo Global | Julio 2025

Clase de activo / Región	Benchmark	Vinci Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual Índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	48%	-2%	1.0%	0.51%	0.47%	-1.3	-1.6
Renta Fija	50%	46%	-4%	-0.3%	-0.15%	-0.14%	2.7	0.5
Caja	0%	6%	6%	0.4%	0.0%	0.02%	0.1	
Oro	0%	0%	0%	0.3%	0.0%	0.00%	0.0	
Cobertura						-0.15%	-14.7	
Portafolio					0.36%	0.21%	-13.3	-1.1
Outperformance / Underperformance (bps)								-14.3
Europe ex UK	13.7%	13.2%	-0.5%	-2.6%	-0.36%	-0.34%	1.8	
Europe Small Cap ex UK	1.2%	1.2%	0.0%	-0.8%	-0.01%	-0.01%	0.0	
UK	2.9%	1.9%	-1.0%	0.9%	0.02%	0.02%	0.2	
US Large Cap Growth	17.3%	17.8%	0.5%	4.0%	0.69%	0.71%	1.5	
US Large Cap Value	14.7%	14.7%	0.0%	0.2%	0.03%	0.03%	0.0	
US Small Caps	3.5%	3.5%	0.0%	2.0%	0.07%	0.07%	0.0	
Japan	4.7%	3.7%	-1.0%	-1.4%	-0.07%	-0.05%	2.4	
Desarrollados	58.0%	56.0%	-2.0%	0.7%	0.39%	0.42%	5.9	
LatAm	4.4%	5.4%	1.0%	-4.4%	-0.20%	-0.24%	-5.5	
LatAm Small Cap	0.8%	1.3%	0.5%	-6.5%	-0.05%	-0.08%	-3.7	
China	12.3%	12.3%	0.0%	4.8%	0.59%	0.59%	0.0	
EM Asia ex China	19.6%	20.1%	0.5%	1.2%	0.23%	0.24%	0.1	
EM Asia Small Cap	4.9%	4.9%	0.0%	1.2%	0.06%	0.06%	0.0	
Emergentes	42.0%	44.0%	2.0%	1.5%	0.63%	0.56%	-9.1	
Equities					1.02%	0.99%	-3.2	
Treasuries 2Y	8.3%	9.3%	1.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	0.2	
Treasuries 10Y	11.1%	11.1%	0.0%	-0.7%	-0.07%	-0.07%	0.0	
Treasuries 30Y	6.1%	5.6%	-0.5%	-1.2%	-0.07%	-0.07%	0.5	
US Tips	2.6%	2.6%	0.0%	0.1%	0.00%	0.00%	0.0	
Global Corporate IG	26.5%	26.0%	-0.5%	-0.6%	-0.17%	-0.16%	0.2	
Global Corporate HY	4.0%	3.5%	-0.5%	0.1%	0.00%	0.00%	-0.2	
Deuda Desarrollados	58.6%	58.1%	-0.5%	-0.5%	-0.32%	-0.31%	0.6	
EMBI	9.5%	9.5%	0.0%	1.3%	0.12%	0.12%	0.0	
EM Corporate IG	2.8%	3.3%	0.5%	0.6%	0.02%	0.02%	0.5	
EM Corporate HY	3.8%	3.8%	0.0%	1.1%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Local Markets	25.3%	25.3%	0.0%	-0.7%	-0.17%	-0.17%	0.0	
Deuda Emergente	41.4%	41.9%	0.5%	0.0%	0.01%	0.02%	0.5	
Fixed Income					-0.31%	-0.30%	1.1	

*Anualizado ** Desde 2001
Datos al 31 de julio de 2025

En julio el TAACo mantuvo la posición *underweight* en acciones (48%), la subexposición en bonos (46%) y la sobreexposición en caja (6%). Al 31 de julio la cartera tuvo una ganancia mensual de 0.2%, mostrando un *underperformance* con respecto al *benchmark* (0.4%).

Durante el mes, a nivel de *attribution analysis*, (i) la **asignación de activos** restó valor por la cobertura de monedas y en menor medida por la posición corta en acciones, lo que no logró ser compensado por las ganancias del corto en renta fija y la sobreexposición en caja. La **selección de instrumentos** restó valor: contribuyó positivamente el corto UK, Europa, y largo en acciones de US *Growth*, pero restó más pronunciadamente la sobreexposición en acciones latinoamericanas. En la cartera de renta fija contribuyeron positivamente la posición larga en bonos del Tesoro norteamericano de 2 años y corta en 30 años.

Desempeño Histórico

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	0.2%	6.2%	9.6%	9.7%	8.3%	5.3%	5.1%	5.3%	10.4%
Benchmark	0.4%	6.5%	9.8%	10.2%	8.4%	4.3%	4.5%	4.1%	10.2%
Out/Under perf. (bps)	-14	-29	-19	-52	-13	96	60	121	
Acciones	1.0%	11.6%	14.0%	14.7%	12.5%	9.0%	6.8%	4.4%	15.2%
Benchmark	1.0%	11.6%	14.3%	15.1%	12.7%	9.0%	6.7%	4.0%	15.1%
Europe ex UK	-2.6%	3.3%	18.7%	10.6%	12.2%	8.0%	4.3%	3.3%	18.4%
Europe Small Cap ex UK	-0.8%	8.7%	25.3%	14.6%	9.7%	7.0%	5.8%	7.3%	21.3%
UK	0.9%	6.8%	20.3%	16.1%	14.1%	13.7%	5.4%	5.1%	16.2%
US Large Cap Growth	4.0%	20.9%	10.1%	24.8%	24.0%	18.2%	17.5%	--	20.7%
US Large Cap Value	0.2%	7.4%	7.4%	8.4%	10.3%	12.3%	8.8%	--	14.5%
US Small Caps	2.0%	13.1%	1.7%	3.5%	8.3%	11.2%	8.6%	9.0%	20.6%
Japan	-1.4%	4.2%	9.0%	4.0%	10.1%	6.6%	3.8%	2.3%	14.8%
Desarrollados	1.3%	11.9%	10.9%	15.7%	15.8%	13.8%	10.6%	7.3%	14.7%
LatAm	-4.4%	3.0%	24.1%	7.2%	8.4%	7.4%	4.3%	7.4%	25.0%
LatAm Small Cap	-6.5%	1.3%	25.2%	5.5%	4.0%	1.4%	1.0%	5.5%	26.5%
China	4.8%	11.7%	23.0%	42.1%	8.2%	-1.8%	3.8%	8.0%	27.8%
EM Asia ex China	1.2%	15.9%	13.5%	7.7%	12.8%	11.2%	9.1%	--	17.4%
EM Asia Small Cap	1.2%	17.7%	11.0%	9.2%	13.7%	12.8%	7.4%	9.4%	15.2%
EM Europe and Middle East	2.2%	7.3%	16.0%	13.7%	5.7%	2.3%	-1.0%	2.8%	15.5%
Emergentes	1.9%	12.7%	17.5%	17.2%	10.5%	5.2%	5.9%	8.2%	14.7%
Renta fija	-0.3%	1.6%	5.4%	5.4%	4.2%	-0.1%	2.3%	4.2%	6.5%
Benchmark	-0.3%	1.6%	5.4%	5.4%	4.1%	-0.4%	1.9%	3.6%	6.5%
Treasuries 2Y	-0.1%	0.2%	2.6%	4.1%	2.7%	1.0%	1.3%	2.3%	2.0%
Treasuries 10Y	-0.7%	-0.5%	4.3%	1.6%	-1.1%	-3.8%	0.4%	3.4%	8.0%
Treasuries 30Y	-1.2%	-2.1%	0.9%	-4.9%	-7.7%	-11.7%	-1.3%	3.7%	15.2%
US Tips	0.1%	0.5%	4.8%	4.1%	0.9%	1.2%	2.7%	4.4%	6.1%
Global Corporate IG	-0.6%	1.8%	6.7%	6.3%	4.3%	-0.3%	2.5%	4.4%	8.1%
Global Corporate HY	0.1%	3.9%	7.0%	9.8%	9.0%	4.4%	5.0%	6.9%	7.6%
Deuda Desarrollados [1]	-0.5%	0.8%	5.0%	3.9%	2.3%	-1.3%			
EMBI	1.3%	4.9%	7.0%	9.3%	8.3%	1.3%	3.6%	6.9%	9.2%
EM Corporate IG	0.6%	2.2%	4.8%	6.0%	5.2%	0.7%	3.0%	--	5.4%
EM Corporate HY	1.1%	3.5%	4.9%	7.7%	9.4%	2.7%	4.8%	--	7.8%
EM Local Markets	-0.7%	1.9%	5.8%	7.0%	5.0%	1.7%	2.6%	--	7.1%
Deuda Emergentes [1]	0.0%	2.7%	5.8%	7.5%	6.4%	1.4%			
Caja	0.4%	1.1%	2.5%	4.6%	4.7%	2.9%	2.0%	1.7%	0.7%
Oro	0.3%	-0.1%	26.4%	36.0%	23.5%	10.9%	11.6%	11.0%	14.3%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.