

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Mayo	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	2.0%	5.0%	5.0%	26.3%	7.7%	8.6%	4.9%	7.5%	9.5%
Benchmark	1.4%	3.6%	3.5%	22.5%	7.2%	7.7%	4.3%	5.8%	8.9%
Out/Underperformance (bps)	60	140	147	382	52	91	60	173	
Acciones	2.2%	7.4%	9.3%	45.0%	10.0%	11.8%	6.2%	5.6%	14.2%
Benchmark	1.9%	6.9%	9.2%	43.2%	9.8%	11.6%	5.9%	4.9%	14.1%
Renta Fija	0.8%	0.6%	-1.5%	5.6%	4.6%	4.2%	2.8%	6.6%	5.3%
Benchmark	0.7%	0.4%	-1.9%	4.3%	4.1%	3.6%	2.4%	5.7%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	7.5%	9.0%	0.7%	9.9%	13.3%	9.4%	2.1%	13.2%	13.4%

Resultados al 31 de mayo de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Speed: Máxima potencia 1

Posicionamiento TAACo Global 3

Resultados 15

Desempeño 16

Valorizaciones 17

Speed: Máxima potencia¹

Seguir “corriendo la ola” en mayo desafió al clásico *Sell in May and go away* (vender en mayo e irse). Los precios de los activos de riesgo siguieron subiendo y -a menos de un mes de terminar el primer semestre de 2021- con alzas en las acciones globales cercanas al 12% para lo corrido del año y más de 35% en 12 meses (ACWI).

La gran pregunta es, si se continúa en modo *risk-on* o pro-riesgo en un escenario en que, desde el punto de vista fundamental prevalece el dinamismo económico, pero con señales de inflación en ascenso y valorizaciones altas en ciertas clases de activos. Lo que nos llevó a la analogía con la película cuyo nombre utilizamos en el título de este documento. ¿Tirarse del bus cuya velocidad no puede descender porque explota? ¿Mantenerse adentro esperando que logre desacelerarse gradualmente y parar sin explotar?

Los factores determinantes para la tendencia de los mercados en los próximos tres a seis meses apuntan a seguir favoreciendo las acciones respecto de los bonos:

- La aceleración de la economía global, producto del despliegue de las vacunas y reaperturas en el mundo, que paulatinamente van mitigando la pandemia
- Una reflación saludable,
- Políticas monetarias expansivas con tasas de interés bajas, cuyas alzas serían graduales,
- Prevalencia de los estímulos económicos,
- Nivel de ahorro global en máximos históricos,
- Perspectivas de aumento en el gasto en capital,
- Precios de las materias primas altos y crecientes y,
- Actividad en M&A (fusiones y adquisiciones) que respalda las valorizaciones de mercado.

Todo ello con el soporte de las dos economías más grandes del mundo, China y Estados Unidos, aumentando y sosteniendo, respectivamente las tasas de crecimiento de sus PIBs. En el caso de Estados Unidos, las revisiones al alza de los estimados de crecimiento de las utilidades corporativas para 2021 habrían llegado a su máximo de este ciclo, lo que quizás tiene a las expectativas en el tope para justificar algunas valorizaciones. En China el consumo se mantiene firme, a pesar de que se están aplicando selectivamente políticas más restrictivas para evitar el sobrecalentamiento de la economía.

Mayo extendió las ganancias de los activos riesgo

Este mes ¿continuará el risk on?

La economía se recupera, pero comienzan a asomar riesgos como el aumento de la inflación y el encarecimiento de las valorizaciones

El TAACo de junio sigue favoreciendo RV sobre RF debido al avance de los programas de vacunación, reflación saludable, políticas monetarias y fiscales expansivas, aumento del ahorro y del precio de commodities

Las dos principales potencias económicas, Estados Unidos y China, continuarán dando soporte al crecimiento

¹ Película (1994) del director Jan de Bont, protagonizada por Sandra Bullock y Keanu Reeves.

Por otro lado, aunque los mercados de Europa, Asia ex China, EMEA y América Latina se pusieron parcialmente el día en mayo pasado, aún tienen holguras en el ciclo de esta recuperación, a pesar de los riesgos sociales y políticos presentes en muchos de los países. Y, en segundo lugar, existen discrepancias significativas en las valorizaciones, lo que acentúa la convicción en la rotación hacia acciones *value* para balancearlas con aquellas estilo *growth* y hacia mercados, temas y sectores rezagados.

Dentro de renta fija, se favorece los productos de *spread* como *high yield* y bonos emergentes, minimizando las posiciones en aquellos más vulnerables a las alzas de la tasa base.

Los riesgos al escenario actual son una inflación mayor y más rápida de lo esperada, eventos relacionados a la pandemia que generen nuevas disrupciones significativas y potenciales implicancias negativas del retiro del apoyo fiscal y monetario en los países.

De ahí que es recomendable mantener coberturas o *hedges*, a través de posiciones en oro y TIPS (bonos del Tesoro de Estados Unidos indexados a la inflación).

Mercados rezagados aun tienen espacio para *upside* adicional, mientras diferencias en valorizaciones llevan a favorecer la rotación hacia *value* desde *growth*

En RF se continúa con la búsqueda de *yield*, favoreciendo productos de *spread*

Aumento de la inflación y la evolución de la pandemia son riesgos a monitorear y que afectan el *asset allocation*

Ante los riesgos ya citados, posiciones en oro y TIPS sirven como *hedge*

Posicionamiento de la cartera – junio 2021

TAACo Global	Bench.	Mayo	Junio	OW / UW		Cambio		
Acciones	50%	60%	65%	OW	15%	5.0%	+	Se aumenta la exposición a acciones hasta 65% dejando sin caja la cartera. Se mantiene la renta fija en 30% y se asigna 5% a oro
Renta Fija	50%	30%	30%	UW	-20%			
Caja		5%		N		-5.0%	-	
Oro		5%	5%					
Total Cartera								
Europe ex UK	12.5%	12.5%	13.3%	OW	0.8%	0.8%	+	Se aumenta a OW Europa ex UK y se mantiene el OW del Reino Unido
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	2.0%	OW	0.5%	0.5%	+	
UK	2.7%	3.3%	3.5%	OW	0.8%	0.2%	+	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	12.0%	UW	-2.2%	-1.2%	-	Se aumenta UW US large cap growth y se mantiene OW value y neutral small Cap
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%			
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.3%	N				
Japan	5.2%	2.5%	2.5%	UW	-2.7%			UW en Japón
Mercados desarrollados	54.7%	52.6%	52.9%	UW	-1.8%	0.3%	+	
LatAm	4.3%	7.3%	7.3%	OW	3.0%			OW en Latinoamérica
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	2.0%	OW	1.2%			
China	13.4%	12.0%	12.0%	UW	-1.4%			UW en China, se lleva a neutral en EM Asia ex China
EM Asia ex China	14.9%	16.0%	14.9%	N		-1.1%	-	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	3.4%	N				
EM Europe and Middle East	8.5%	6.7%	7.5%	UW	-1.0%	0.8%	+	Se reduce UW en EMEA
Mercados emergentes	45.3%	47.4%	47.1%	OW	1.8%	-0.3%	-	
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%					
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	9.0%	UW	-1.2%			Se mantiene UW en Treasuries y OW en TIPS
US TIPS	1.3%	3.0%	3.0%	OW	1.7%			
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N				Se mantiene UW US Corps y OW deuda High Yield (en US y Europa)
US Corps	7.3%	6.3%	6.3%	UW	-1.0%			
US High Yield	1.8%	4.6%	4.6%	OW	2.8%			
Europe Broad	19.1%	13.0%	13.0%	UW	-6.1%			UW bonos europeos y japoneses
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.7%	OW	3.0%			
Japan Broad	8.6%	4.1%	4.1%	UW	-4.5%			
Deuda desarrollados	56.6%	51.3%	51.3%	UW	-5.3%			Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos high yield
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	5.6%	N				
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	6.2%	N				
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	5.0%	N				
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	12.0%	OW	5.3%			
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N				
Deuda emergente	43.4%	48.7%	48.7%	OW	5.3%			
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%					

En junio la cartera TAACo Global aumenta la exposición a acciones a 65% reduciendo a nula la asignación a caja. La exposición a renta fija se mantiene en 30% y se asigna 5% a oro como protección ante el riesgo inflacionario.

Este mes se continúa favoreciendo la rotación hacia activos más rezagados y que se están beneficiando de los planes de vacunación y reactivación económica. Se aumenta la exposición a Europa y UK, dejando ambos en *overweight*; en Estados Unidos se favorece *US Large Cap Value* en desmedro de *growth*. Dentro de emergentes se sigue favoreciendo una sobreexposición a Latinoamérica, que también se beneficiaría de la reactivación económica, alza en los precios de las materias primas, un dólar débil y expectativas corporativas positivas para el 2021. Debido a que China está un paso adelante y toma medidas para evitar un sobrecalentamiento económico se mantiene un *UW*, mientras se mantiene una posición neutral en el resto de los países asiáticos emergentes.

En renta fija se mantiene el portafolio sin modificaciones. Se sigue favoreciendo productos de *spread* manteniendo un *OW High Yield* (tanto en EEUU, Europa y EM *Corporate*). Por su parte, se mantiene la subexposición a *treasuries* y el *overweight* en TIPS como protección ante los temores inflacionarios y la posibilidad de alza en las tasas de interés.

Renta Variable

Europa ex UK: se aumenta a *overweight* la posición en *large y small cap*

Continúa el buen *momentum* económico en la región y la reactivación se acelera con el avance de la vacunación y en la medida que se relajan las medidas de confinamiento. Las perspectivas son positivas y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) aumentó su estimación de crecimiento para la región para este año a 4.3% desde 3.9% y para el próximo a 4.4% desde 3.8%.

La reapertura económica a nivel global ha generado un fuerte aumento de la demanda por diversos productos, lo que llevado a que los precios aumenten por escasez y disrupciones en las cadenas de suministros. Sin embargo, las autoridades monetarias ven el aumento de la inflación como transitorio en la medida en que la capacidad productiva se normalice y el consumo se rebalancee desde bienes a servicios. En la Zona Euro la inflación también se ha acelerado, en mayo registró 2% anual desde 1.6% el mes anterior, ubicándose en la meta del Banco Central Europeo (BCE). La autoridad monetaria estima que los precios se estabilizarán hacia fines de año y en base a ello ha decidido mantener la política monetaria expansiva y el programa de compra de activos que estará vigente hasta al menos marzo de 2022.

La aceleración en el proceso de vacunación contra el Covid-19 ha llevado a mejoras en las perspectivas para el sector servicios, lo que se ha reflejado en un PMI del sector que llegó a 55.2 pts. en mayo. Por su parte, el sector manufacturero mantiene el optimismo, con el PMI marcando 63.1 pts., el mejor registro en al menos 5 años. Tales niveles de confianza también se ven apoyados por el inicio de los desembolsos del Fondo de Recuperación en agosto, los cuales totalizarían €750,000 millones entre este año y 2026. Entre los países más beneficiados por los fondos se encuentran Italia, Francia y España, donde en el último los fondos llegan a casi 6% del PIB. Para recibir los fondos, la Comisión Europea le exige a los países que asignen al menos un 37% de los fondos recibidos a planes de transición energética por el cambio climático y como mínimo 20% a transformación digital.

En cuanto al sector corporativo, los reportes han sorprendido al alza durante el primer semestre y para este año se espera que las utilidades crezcan cerca de 40% (dato que se ha corregido al alza durante el año), dando soporte al precio de las acciones. Destaca la recuperación que ha tenido el sector financiero, que se está beneficiando del empujamiento de las curvas de tasas de interés por el avance de la vacunación y el aumento de las expectativas inflacionarias. La industria financiera ha tenido un rendimiento rezagado en comparación a otros sectores europeos y al mismo sector en Estados Unidos. Esta brecha, se amplió aún más en 2020; sin embargo, en lo que va del año y de la mano de la recuperación económica y rotación de flujos desde inversiones *growth* a *value*, la industria financiera ha tenido uno de los mejores desempeños sectoriales de la región (tras consumo discrecional). Por su parte, las valorizaciones de las acciones europeas se mantienen transando con descuento respecto a pares desarrollados (tanto P/U fwd. como P/VL).

Las acciones europeas ofrecen mayor exposición cíclica que las acciones estadounidenses, lo que permitiría que la brecha de desempeño se comience a cerrar en los meses siguientes en la medida que se consolide la recuperación económica, además transan con descuento en valorizaciones respecto a pares desarrollados, por lo que decide **aumentar a *overweight* la posición en acciones europeas *large cap* y *small caps*.**

Reino Unido: se aumenta el *overweight* de la posición

El país ha tenido un fuerte descenso en los contagios de covid-19. La reapertura de la economía partir de abril ha sido apoyada por un exitoso proceso de vacunación, con un 40% de la población inmunizada. Esto genera expectativas positivas a mediano plazo, que, junto a la gradual reapertura de la economía, implicaría una pronta vuelta a la normalidad.

El PIB del primer trimestre de 2021 se contrajo 1.5% trimestral, luego de un confinamiento más estricto los primeros meses del año. El nivel de PIB aún está ~8% bajo el nivel del cuarto trimestre de 2019, pero el éxito en la implementación de vacunas y la reciente reapertura económica llevaron que el Banco de Inglaterra corrigiera la estimación de crecimiento al alza para este año, desde un 5% estimado en febrero a un 7.25%, destacando que el nivel de producto pre-pandemia se podría alcanzar a fin de año. Por su parte, la inflación si bien ha aumentado, se mantiene bajo la meta de 2% anual (1.5% en abril).

Con la reapertura económica los indicadores de actividad rebotaron fuertemente. Los indicadores líderes PMI están alcanzando máximos históricos con el de servicio y el manufacturero sobre 60 pts., con este último en un nivel máximo histórico (66 pts.). El consumo también recupera dinamismo y las ventas minoristas de abril crecieron 9% mensual.

Las autoridades están comprometidas con la economía. El banco central ha mantenido la tasa de interés de referencia en un mínimo histórico de 0.10% y un plan de compra de activos, lo cual ha permitido mantener condiciones financieras favorables con amplia liquidez. Por otro lado, el gobierno también ha implementado amplios estímulos fiscales.

Respecto al mercado accionario, los índices de acciones británicas poseen alta exposición a sectores que están siendo beneficiados por la reactivación económica como el consumo, financiero, materiales y energía. Las acciones británicas registran un rezago de años respecto de las acciones europeas y globales, pero el 2020 esta brecha se amplió aún más debido al *Brexit*. No obstante, en lo corrido del año la brecha se ha acortado y los fundamentos macro y corporativos sugieren que existe el potencial para que las acciones sigan recuperándose.

A nivel sectorial el principal sector es el de consumo básico, el cual se beneficia de la reactivación; mientras que el consumo discrecional será apoyado por amplios estímulos fiscales y monetarios, una caída en el desempleo y un aumento de los ahorros de los hogares que estuvieron largamente en confinamiento. Le sigue el financiero, que se está viendo impulsado por el empujamiento de la curva de tasas de interés. Son importantes también los sectores industrial y de materiales, que están gozando de buen *momentum* debido a planes de gasto fiscal e infraestructura global, junto con la tendencia hacia el mayor uso de energías renovables que impulsa el precio de los *commodities* (principal *driver* del sector de materiales).

Para este año las proyecciones de utilidades corporativas se han corregido al alza e indican un crecimiento cercano a 60%, el cual sería principalmente impulsado por los sectores industrial, de materiales, consumo básico y financiero. Ello se compara favorablemente con los estimados equivalente para el resto de Europa.

Por su parte, la corrección al alza en los estimados de crecimiento de utilidades ha aliviado la razón P/U fwd. 12 meses, la cual transa bajo el promedio a 5 años tanto en términos absolutos como relativos. Por su parte, la razón P/VL transa sobre el promedio a 5 años, pero con un descuento de 41% respecto a pares desarrollados.

Favoreciendo activos que aún se encuentran rezagados y que tienen potencial de *upside* mientras se consolida la recuperación económica, así como por valorizaciones atractivas **se decide aumentar la sobreexposición a acciones británicas.**

Estados Unidos: Se mantiene la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* y se aumenta el *underweight* en *Large Cap Growth*. Se mantiene un neutral en *Small Cap*.

La recuperación económica continúa impulsada por la eficiencia de la vacunación (un 41% de la población ya está inmunizada) y amplios estímulos fiscales y monetarios. El Fed ha anunciado que continuará dando soporte a la economía el tiempo que sea necesario y no modificaría la actual política monetaria (tasas de interés bajas y programa de compra de activos) dado que espera que el alza inflacionaria sea transitoria y por efectos de base de comparación.

A pesar de lo anterior, los inversionistas muestran preocupación por el aumento en los precios, lo que ha llevado a correcciones en las acciones tecnológicas y temáticas (las cuales son más sensibles a variaciones en las tasas de interés). En abril la inflación sorprendió al alza al ubicarse en 4.2% interanual, mientras que la medida subyacente aumentó a 3% desde 1.6% en marzo, el registro más alto desde 2009.

Respecto a la recuperación económica, ésta se consolida junto con la confianza. Los indicadores líderes se mantuvieron en terreno de expansión y tanto los PMI como ISM estuvieron sobre 60 pts. durante mayo. En el caso de PMIs, tanto servicios como manufacturas se ubican en niveles máximos históricos (70.4 y 62.1 pts. respectivamente). Además, la confianza del consumidor vuelve a niveles pre pandemia, lo que sumado a altas

tasas de ahorro por parte de los hogares continuará impulsando el consumo. Por su parte, el mercado laboral mejora, pero no lo suficiente como para que el Fed revierta los estímulos monetarios. En mayo la creación de empleo fue de 559 mil nuevos puestos de trabajo, menor a lo esperado, pero superior a los 278 mil creados en abril. Con ello, la tasa de desempleo disminuyó a 5.9% desde 6.1% el mes anterior, más por una reducción de la fuerza laboral que por creación de empleo. Los beneficios económicos al desempleo están generando en muchos estados un desincentivo a la búsqueda de empleo; sectores más intensivos en mano de obra, como los servicios están reportando problemas para contratar personal, lo que está llevando a una incipiente alza en los salarios.

Por su parte, los estímulos fiscales también continúan. Joe Biden trabaja para lograr un acuerdo con los republicanos respecto al plan de infraestructura. Inicialmente el presidente había anunciado un plan por USD 2,300 billones; sin embargo, para que el plan sea aprobado por los republicanos se ha reducido el monto a USD 1,700 billones y además se ha ofrecido que de aprobarse, el actual gobierno no modificaría la última reforma tributaria del ex presidente Trump, sin subir los impuestos corporativos a 28%. Con todo, el plan continuará dando soporte a la demanda por *commodities* y a la transformación energética hacia una matriz más sustentable.

Respecto al sector corporativo, los reportes del primer trimestre superaron ampliamente las expectativas y se espera que este año las utilidades crezcan cerca de un 50%, estimación que se ha corregido consistentemente al alza durante el año. Por su parte, las valorizaciones continúan luciendo caras y tanto la razón P/U fwd. y P/VL se ubican sobre sus promedios de los últimos 5 años. Lo anterior no ha impedido que continúe el apetito por las acciones estadounidenses y en los últimos tres meses se registraron entradas netas a ETF's por 3.5% del total de activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

En la medida que continúe profundizándose la rotación hacia los sectores más cíclicos de la economía las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value*. Además, las valorizaciones lucen más atractivas en dichos sectores, los cuales también se verían menos perjudicadas o incluso beneficiados de posibles aumentos en las expectativas inflacionarias y/o en las tasas de interés. Dado lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición a acciones US Large Cap Value, reducir la exposición en US Large Cap Growth y mantener el neutral en small caps** por la sensibilidad a las tasas de interés y valorizaciones estrechas.

Japón: Se mantiene *underweight* en acciones japonesas

El mercado japonés tuvo un rendimiento nulo durante mayo afectado por el aumento de casos de covid-19 y la extensión del estado de emergencia en el país. En lo corrido de junio los contagios comienzan a descender, pero el panorama sanitario aun continua desafiante; los programas de vacunación, que si bien se han acelerado desde mediados de mayo, han avanzado lentamente afectando las perspectivas económicas y corporativas. Actualmente se han aplicado cerca de 14 dosis cada 100 habitantes, lejos de las dosis administradas en otros países desarrollados (por ejemplo, Estados Unidos 90.5 y Alemania 66.3). Esto ha llevado a que solo el 3.6% de la población esté inmunizada vs. 40% en Estados Unidos.

En este escenario, el PMI de servicios volvió a descender en mayo y se ubicó en 46.5 pts. Por su parte, la mayor demanda global da soporte a la producción y el PMI de manufactura se mantuvo en terreno de expansión registrando 53 pts. En tanto, indicadores de actividad como las ventas minoristas y la producción industrial reflejan el endurecimiento de las medidas restrictivas de movilidad, reportando bajo las estimaciones de los analistas en abril (registraron variaciones de -4.5% y 2.5% mensual respectivamente).

En cuanto a la política monetaria, el Banco de Japón mantiene el compromiso con lograr una inflación del 2% anual a pesar de que no se ha alcanzado en los últimos años y aún se mantiene lejos de ésta (en abril fue de -0.4% anual). Lo anterior permitirá mantener una política monetaria expansiva por un largo período, incluso más allá que pares globales como el Fed o el Banco Central Europeo.

Con respecto al sector corporativo, las utilidades han sorprendido al alza en el primer trimestre del año, en línea con lo que ha sucedido en el resto del mundo. Actualmente se estima una expansión de las utilidades de más de 60% para el 2021. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo caras en términos absolutos, con la razón P/U fwd. y P/VL sobre sus promedios de los últimos 5 años; sin embargo, en términos relativos a pares desarrollados las acciones transan con descuento. En cuanto a flujos, se registraron entradas marginales a ETF's en el último

mes por 0.8% del AUM. Dado que las perspectivas económicas y corporativas continúan siendo afectadas por la expansión de la pandemia (y mayores restricciones), además de un lento avance del programa de vacunación y valorizaciones que siguen sin lucir del todo atractivas, **se decide mantener la subexposición a acciones japonesas.**

Acciones Emergentes: *Overweight*

Las acciones emergentes siguen consolidando la rotación que se ha venido observando en los últimos meses con Latinoamérica y EMEA registrando un *outperformance* respecto a Asia. A los ruidos regulatorios en China, se sumó la expansión de casos en países como Taiwán y/o Malasia lo que generó que Asia Emergente si bien se viera beneficiado por las alzas globales en renta variable, registrara un nuevo *underperformance* respecto a sus pares. Además, EMEA y Latam siguen mostrando valorizaciones más atractivas junto a mayores avances en los programas de vacunación. Dado lo anterior, **se decide mantener la sobreexposición en mercados emergentes, concentrándola en Latinoamérica.** Además, **se reduce la subexposición por segundo mes consecutivo a Europa Emergente, Medio Oriente y África.**

América Latina: Se mantiene el *overweight*

Dado el contexto de rotación descrito, una mejora en el ritmo de vacunación, y un escenario benigno en términos de precios de *commodities* y estímulos impulsados, se ha generado un *outperformance* las últimas semanas en comparación a otras regiones, con un alza de 7.8% en USD en mayo, la mayor del mundo. Lo anterior, sin embargo, está lejos de haber eliminado el importante rezago que tiene Latinoamérica respecto a otras regiones, lo que sumado a valorizaciones que se mantienen en general atractivas, nos lleva a **mantener el *overweight*.**

En **Brasil**, los contagios por coronavirus dejaron de caer y se mantienen estables, luego de un pequeño rebote en mayo. Por su parte, el proceso de vacunación continúa a un ritmo de más de 600,000 dosis diarias, lo que se debería acelerar luego de la llegada de dosis provenientes del acuerdo Covax y Pfizer-BioNTech en junio, lo que se suma a la producción local llevada a cabo en el instituto Butantan y en la fundación Fiocruz, lo cual totaliza un estimado de 44 millones de dosis a ser distribuidas en el mes. En el plano político, nuevas protestas de la población respecto al manejo de la pandemia han presionado al gobierno de Bolsonaro, sin embargo, el presidente aún tiene cerca de un 33% de aprobación, lo que se ha mostrado muy resiliente, por lo que las nuevas manifestaciones apuntan hacia una escalada en la polarización política del país más que en algún proceso de vacancia contra el mandatario. Por otra parte, la economía se ha mostrado más defensiva respecto a lo esperado producto del impacto de la segunda ola, con el PIB del primer trimestre creciendo 1.2% versus el 0.9% esperado, lo que sumado a la reapertura económica esperada y el apoyo de las transferencias directas a la población confirman al menos la expectativa de un crecimiento superior a 3.6% para este año. En este sentido, los PMI de manufactura y servicios subieron en mayo, con el primero manteniéndose sobre 50 pts. y el segundo pasando de 42.9 pts. a 48.3 pts., acercándose al terreno de expansión.

Por su parte, la inflación de abril fue 6.8% anual y se mantiene sobre el rango meta del Banco Central, lo cual ha sido combatido por la entidad monetaria con incrementos en la tasa Selic, la que ya se encuentra en 3.50% y debería seguir subiendo. En este contexto, se espera que la inflación finalice el año cercana a 5.1%. Finalmente, las valorizaciones muestran señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, mientras que la razón P/VL se encuentra sobre dicho promedio. El caso base en la actualidad sitúa al país en una posición favorable, producto de una pandemia que complica pero que no se descontrola, una vacunación que se acelera, un contexto político polarizado que no debería culminar en un *impeachment* contra el presidente, y una economía que responde mejor a lo esperado. Por estos motivos, se decide **mantener la sobreexposición en acciones brasileñas.**

Las recientes elecciones federales en **México** dieron a la coalición gobernante, encabezada por el partido Morena y de la que el presidente Andrés Manuel López Obrador es líder, una mayoría de más del 50% de los escaños de diputados, pero por debajo de los 2/3 necesarios para realizar reformas constitucionales. Por el lado de los gobernadores, Morena y sus aliados aseguraron 12 de las 15 gobernaciones, mientras que la oposición y los independientes ganaron 3, en lo que se percibe como una pérdida significativa para el partido de oposición

PRI, que controlaba 8 estados. Este resultado estuvo en línea con las expectativas del mercado y las encuestas, y permitirían a AMLO promulgar leyes simples, pero sin el apoyo suficiente para avanzar con reformas institucionales significativas mediante la reforma de la constitución, lo que configura un escenario positivo para el país. Por otra parte, la economía sigue entregando resultados favorables apoyado por el control de la pandemia, con los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero subiendo y manteniéndose sobre 50 pts., y la actividad económica en marzo alcanzando por primera vez en 22 meses el crecimiento interanual. A lo anterior, se agrega la prolongación de los estímulos monetarios por parte del Banco Central, el cual mantuvo la tasa de política monetaria en su reunión de mayo en 4.0% en línea con las expectativas, a pesar de que la inflación de abril alcanzó 6.1% en doce meses. Finalmente, las valorizaciones continúan atractivas a nivel local, con la razón P/U fwd. 12 meses y la P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años. En este contexto de control de la pandemia, recuperación económica, apoyo con mayor contención a la agenda de AMLO, estímulos monetarios, y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, en la elección de los constituyentes que redactarán la nueva constitución destacó la derrota de los partidos de la coalición de gobierno (centroderecha), que no lograron hacerse con el 33% de representantes que permitieran bloquear propuestas disruptivas en términos macroeconómicos, y el mal resultado de la centroizquierda. Por el contrario, los ganadores fueron los independientes, muchos con ideas refundacionales, y la izquierda más radical, la cual logró una representación significativamente mayor a lo esperado. El escenario descrito produjo una corrección en los activos chilenos, la cual se fue moderando a medida que se iban conociendo mejor las posturas de los independientes, principal “coalición” de la convención, los cuales quieren cambios profundos, pero no necesariamente aprueban todo lo que la izquierda más radical plantea. Con todo, el escenario continúa muy incierto, y es esta incertidumbre la que mantiene los activos locales bajo presión. Por otra parte, los casos de contagio de coronavirus en el país se vuelven a acelerar y reviven temores de endurecimiento en las medidas de confinamiento, lo que contrasta con el exitoso proceso de vacunación (ya se ha inmunizado a más del 42% de la población). La economía por su parte muestra una notable resiliencia, lo que se evidencia en el dato de la actividad económica de abril de 14.1% de crecimiento interanual, el mayor desde 1996, que superó por amplio margen las expectativas. En este sentido, la confianza empresarial subió a 54.9 pts. en mayo, cuyo resultado al descomponerlo refleja razonablemente el contexto local: el componente de situación actual avanza y el de expectativas, en especial referente al largo plazo, disminuye.

Por su parte, si bien el precio del cobre ha caído las últimas semanas, mantiene su fuerza y sigue sobre USD 4.5 la libra, mientras que las valorizaciones de la bolsa a nivel local aumentan su atractivo luego de la caída, con las razones P/VL y P/U fwd. bajo 1 desviación estándar de los promedios de 5 años. Dado que la vacunación debería frenar el alza de los contagios en el mediano plazo, fuertes estímulos fiscales y monetarios, fuerza estructural del cobre y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el contexto sociopolítico se mantiene en crisis, con los acercamientos entre el gobierno y el Comité Nacional del Paro sin mostrar un mayor avance hasta el momento. En este sentido, las fuerzas de orden han procedido al levantamiento de parte de los bloqueos de las vías en el país, lo que ha endurecido en parte el conflicto. Este escenario, sumado a la debilidad fiscal del país y a la imposibilidad del presidente Duque de aplicar alguna reforma que incremente significativamente la recaudación fiscal, provocaron que la agencia S&P recortara la calificación crediticia de Colombia de BBB- a BB+, por debajo del *Investment Grade*. Con todo, para que la deuda soberana del país caiga a *High Yield*, se necesita de al menos dos calificadoras en dicho nivel de riesgo crediticio, lo que se espera que ocurra en los próximos meses luego de la revisión de Fitch o Moody's. En este contexto, las perspectivas económicas se ven presionadas a la baja, con la confianza del consumidor de abril cayendo fuertemente a -34.2 pts. desde -11.4 pts. del registro anterior, a pesar de que hasta el momento se han conocido datos económicos que superaron las expectativas el primer trimestre del año, en donde el PIB avanzó 2.9% en términos trimestrales versus el 0.9% anticipado. En cuanto a valorizaciones, las acciones aún transan con descuento a nivel local, con la razón P/VL y la P/U fwd. por debajo de su promedio a 5 años. Dado el escenario sociopolítico debilitado, una pandemia que avanza, y una situación fiscal complicada, **se decide aumentar la subponderación en acciones colombianas**.

La segunda vuelta presidencial en el **Perú** arrojó hasta el momento un empate técnico, con el candidato de izquierda anti-sistema Pedro Castillo obteniendo una leve ventaja sobre su contrincante Keiko Fujimori, lo cual

golpeó con fuerza los activos peruanos debido al tono refundacional del candidato de Perú Libre. Más allá del resultado exacto, es posible notar desde ya un escenario de fuerte polarización, en donde el plan de descentralización del país fracasó rotundamente (“llamado de auxilio” de las provincias y lugares más lejanos, donde ganó Castillo) y el hartazgo de la población de la política tradicional y la corrupción. Por otra parte, los nuevos casos de contagio diarios retroceden, mientras que las muertes por coronavirus se triplicaron debido a un cambio metodológico en el conteo de fallecimientos, aunque la vacunación aún avanza a un ritmo muy lento, con tan sólo el 4.1% de la población inoculada con las 2 dosis hasta el momento. Por otra parte, la inflación en el país se aceleró a 2.5% interanual en mayo, lo que de todas formas permanece en el rango meta establecido por el Banco Central, el cual se espera que continúe con los estímulos monetarios sin mayores cambios por el resto del año. En el caso de las valorizaciones, tanto la razón *P/U fwd.* como la razón *P/VL* permanecen por debajo de su promedio de 5 años, por lo que la bolsa sigue atractiva en este ámbito. En este escenario, donde tenemos por un lado una pandemia en retroceso, una inflación controlada con importantes estímulos monetarios en vigencia junto a valorizaciones atractivas, pero por otro lado una incertidumbre política potente con posibilidad de transitar hacia un gobierno muy intervencionista y populista, y una vacunación que avanza a un paso subóptimo, se decide **mantener la exposición neutral a acciones peruanas.**

En el caso de **Argentina**, la pandemia se ha vuelto a acelerar y las medidas de confinamiento se endurecen, mientras el programa de vacunación avanza, a pesar de sólo haber inoculado a cerca del 6.7% de la población con las 2 dosis hasta el momento. Por otra parte, el contexto político se mantiene en un estado de estrés, con la popularidad del gobierno cayendo nuevamente a su mínimo de aprobación con un 33.6%, en un contexto en que, dado el empeoramiento de la pandemia, las elecciones se aplazaron, siendo las nuevas fechas el 12 de septiembre para las primarias y el 14 de noviembre para las elecciones generales de mitad de mandato. Además, el país mantiene una situación fiscal complicada, en donde no se realizó el pago al Club de Paris que vencía el 30 de mayo de USD 2,400 millones, por lo que Argentina se encuentra ahora en el periodo de 60 días de gracia establecido en el acuerdo en 2014 antes de entrar en *default*. Lo anterior, se suma al hecho de que las negociaciones con el FMI por la deuda de USD 45,000 millones continúan sin mayor avance. La economía también se mantiene bajo presión, con la confianza del consumidor en mayo ubicándose en 35.4 pts., muy por debajo del nivel neutral de 50 pts. que alcanzó en 2017, y con una inflación que aumentó 4.1% mensual en abril, superando el 3% de avance por séptimo mes consecutivo, y alcanzando así una variación anual de 46.3% a pesar de los controles de precios estrictos, congelamiento de tarifas, apreciación artificial de la moneda, entre otras medidas adoptadas. Finalmente, las valorizaciones se mantienen atractivas a nivel local, con una razón *P/U fwd.* y *P/VL* bajo su promedio de 5 años. Dado el escenario complejo en términos de recuperación económica, situación fiscal, desaprobación del gobierno e inflación muy superior a sus pares, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene en *UW* la exposición en acciones chinas

Luego de destacar por un lento avance en el programa de vacunación, China comenzó a acelerar los programas de inoculación y actualmente es el país que más rápido está vacunando a su población con más de 1.4 dosis diarias por cada 100 habitantes. En tanto, la moderación en la reactivación económica continúa, y los datos parecen confirmar que la recuperación habría alcanzado un *peak* durante el primer trimestre. Las autoridades se vuelven a centrar en sus objetivos estratégicos de largo plazo y comienzan a desacelerar el apoyo crediticio y fiscal que se observó el año pasado (el cual de todas formas fue menor que pares globales).

Por su parte, la divergencia entre la recuperación del consumo y la producción se profundizó en abril. La producción industrial creció 6.8% (en línea con marzo) sobre una base de 2 años, mientras que las ventas minoristas aumentaron solo 4.3% (menor al 6.3% observado en marzo). Si bien la reactivación habría alcanzado un *peak* en el primer trimestre, se sigue esperando una expansión de la actividad económica en los próximos meses y así lo demuestran los indicadores líderes PMI de manufactura y servicios de Caixin que se ubicaron en 52 y 55.1 pts. respectivamente.

Con respecto a la política monetaria, se ha observado una reducción gradual del crecimiento crediticio mientras que las tasas de interés de referencia no han mostrado cambios. Con el precio de los consumidores aumentando solo 0.9% anual en abril, lejos de la meta del 3%, no se espera un ajuste monetario agresivo para los próximos meses. Lo que sí ha despertado mayor preocupación en las autoridades, son las alzas en los precios de los

productores (6.8% anual en abril). Las alzas en las materias primas han generado que las autoridades anuncien medidas contra la especulación de los *commodities* y castigos contra posibles malas prácticas. Lo anterior generó caídas significativas en los precios del hierro y el acero. Por otra parte, los ruidos regulatorios contra las grandes tecnológicas continúan presentes, pero se espera que se diluyan en los próximos meses en la medida que las compañías van acatando las nuevas medidas que impulsan las autoridades.

En cuanto al sector corporativo, se sigue esperando una expansión de las utilidades de más de 20% para el 2021 y en torno a 10% para el 2022. Lo anterior ubica al país bajo sus pares globales y emergentes, pero es debido a una mayor base de comparación. En tanto, las valorizaciones se han moderado y la razón P/U fwd. y P/VL muestran señales mixtas. Con la primera ubicándose más de una desviación estándar sobre su promedio de los últimos 5 años, mientras que la segunda más de una desviación estándar bajo el mismo promedio. Con respecto a flujos, se registran salidas netas de ETF's en el último mes por 0.7% del AUM. Sin embargo, aún se acumulan entradas por casi 8% del AUM en lo que va del año. Si bien las perspectivas económicas de largo plazo se mantienen positivas sobre la economía china, los ruidos regulatorios, ajuste en la política monetaria y fiscal y flujos que comienzan a moderarse, **nos llevan a mantener la subexposición en acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se neutraliza desde OW la exposición a acciones de Asia emergente ex China

En los últimos meses la alta demanda de productos tecnológicos y un eficiente control de la pandemia en localidades como Taiwán y/o Corea han impulsado el rendimiento de las acciones de la región. Sin embargo, la pandemia se ha expandido en las últimas semanas en conjunto con un lento avance de los programas de vacunación. Dado lo anterior, se decide mostrar mayor cautela y **neutralizar la exposición a acciones de Asia EM ex China desde overweight.**

Luego de instalarse como el nuevo foco mundial de la pandemia, con más de 400,000 casos diarios, la situación en **India** comienza a mejorar en las últimas semanas. No obstante, el programa de vacunación sigue avanzando lentamente y aún no se superan las 20 dosis por cada 100 habitantes. La expansión de casos y las mayores restricciones comenzó a afectar la actividad económica local y así lo demostró el PMI Compuesto de mayo que se ubicó en terreno de contracción económica y fue de 48.1 pts. En tanto, analistas privados redujeron su perspectiva de crecimiento para el año fiscal 2022 a un rango de 8-10% desde el 11-12% que se ubicaba. Por su parte, el Banco de la Reserva realizó reunión de política monetaria y mantuvo las tasas de referencia en los niveles actuales y anunció una expansión del programa de compra de activos que venía realizando (a USD 16 *billion* desde USD 14 *billion* para el segundo semestre), además de una serie de otras medidas para aumentar la liquidez de la economía. En cuanto al sector corporativo, las expectativas no se han visto mayormente afectadas por las nuevas restricciones y las utilidades se han venido corrigiendo permanentemente al alza en las últimas semanas y actualmente se estima una expansión de más de 90% (v/s 45% de un mes atrás) para el 2021. Lo anterior, ha impulsado el rendimiento de las acciones locales que registraron alzas significativas durante mayo a pesar de la expansión de la pandemia. Por su parte, las valorizaciones lucen caras con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose sobre su promedio de 5 años. En cuanto a flujos, se registraron entradas netas marginales a ETF's por 0.2% del AUM en el último mes. Si bien las expectativas económicas se ven afectadas por el aumento de casos de los últimos meses, expectativas corporativas que se mantienen sólidas, flujos que se mantienen positivos y una disminución de casos en las últimas semanas **nos llevan a mantener una exposición neutral.**

Por su parte, en **Corea del Sur**, la recuperación económica continúa en la medida que se mantienen controlado los nuevos casos de covid-19 y sigue la alta demanda externa de semiconductores que ha impulsado a las exportaciones a crecer más de 45% anual durante mayo. Además, el PMI de manufactura de mayo se mantuvo en terreno de expansión económica registrando 53.7 pts. Por su parte, la mejora en el mercado laboral (la tasa de desempleo se ubica en 3.7%) han impulsado la confianza de los consumidores la cual fue de 105.2 pts. en mayo, manteniéndose en terreno de optimismo. En cuanto a la política monetaria, el Banco de Corea ha mantenido la tasa de referencia en 0.5%, acorde a lo estimado por el mercado y a pesar de que la inflación se ha acelerado y en mayo se ubicó en 2.6% anual. Según la autoridad monetaria, el alza sería transitoria y se moderaría en los próximos meses por lo que no se hace necesario un ajuste monetario. Con respecto al sector corporativo, las utilidades se han seguido corrigiendo al alza y actualmente se estima una expansión en torno al 90% para el 2021, sobre el 70% que se esperaba un mes atrás. En tanto, las valorizaciones continúan luciendo poco atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL sobre su promedio de los últimos 5 años. Lo anterior no ha disminuido el apetito

por las acciones locales y en el último mes se registraron entradas netas a ETF's por casi 3% del total de activos manejados. Dado que la recuperación económica continúa y las expectativas corporativas siguen siendo optimistas para el resto del año, **se decide mantener la sobreexposición a acciones coreanas.**

Luego de ser un modelo a seguir por su gestión durante la pandemia, **Taiwán** registró un aumento de casos durante mayo con la aparición de nuevos brotes que provocaron mayores restricciones a la movilidad. A lo anterior, se sumaron caídas del sector tecnológico a nivel global lo que derivó en llamadas de margen por un alto apalancamiento de los inversionistas locales lo que exacerbó las pérdidas en el mercado accionario con caídas de casi 10% en un día. Sin embargo, la posterior recuperación de las acciones *growth* a nivel global y una disminución en la expansión de casos y los continuos reportes positivos sobre la demanda de semiconductores hicieron que las acciones se recuperaran en las últimas semanas y terminaran cayendo menos de 2% en el mes. En tanto, las perspectivas económicas continúan positivas para los próximos meses y el PMI de manufactura de mayo fue de 62 pts., manteniéndose en terreno de amplia expansión económica. En cuanto al sector corporativo, las expectativas siguen creciendo y actualmente se estima una expansión de las utilidades cercanas al 40% para el 2021 v/s el 30% que se esperaba el mes previo. En tanto, las valorizaciones siguen sin lucir atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL sobre sus promedios de los últimos 5 años. En cuanto a flujos, las significativas caídas que se observaron durante el mes impulsaron nuevas entradas netas a ETF's registrándose ingresos por casi 9% del total de activos manejados. Si bien las perspectivas económicas se moderaron con el alza en los casos de covid-19, la alta demanda externa de semiconductores sigue dando soporte al sector corporativo por lo que **se decide mantener el neutral en acciones taiwanesas.**

Por último, las expectativas de recuperación en el **sudeste asiático** (Tailandia, Indonesia, Filipinas, Malasia) siguen viéndose afectadas en la medida que en países como Malasia no se controla la pandemia y se registra un lento avance generalizado en los programas de vacunación. Ningún país de la región supera las 10 dosis por cada 100 habitantes lo que seguramente perjudicará la llegada de turistas en los próximos meses. No obstante, el mejor escenario externo dará soporte al comercio internacional lo que motivará un impulso a la reactivación económica. Lo anterior se refleja en los datos de PMI de manufactura de mayo que se ubicaron en terreno de expansión económica en países como Indonesia y/o Malasia. En cuanto al sector corporativo, se sigue esperando una expansión de las utilidades entre 30 y 70% para el 2021 sin correcciones al alza luego de los reportes corporativos del primer trimestre. Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas dependiendo del país analizado. En Tailandia estas lucen sobre su promedio de los últimos 5 años, pero en países como Indonesia, Malasia y/o Filipinas lucen hasta más de 2 desviaciones estándar bajo el mismo promedio. En cuanto a flujos, se registraron principalmente salidas netas de ETF's en el último mes en torno a 2% del total de activos manejados. Si bien las perspectivas económicas y corporativas se ven afectadas por el lento avance en los programas de vacunación, en la medida que la economía global retome su mayor dinamismo y vuelva a niveles pre-pandemia se espera que mercados rezagados como los de la región se vean favorecidos por lo que **se decide mantener la sobreexposición en el sudeste asiático.**

EMEA: Se reduce el *underweight*

Las alzas en los precios de los *commodities* dada la mayor demanda global por los diversos planes de reapertura económica han impulsado el rendimiento de las acciones de la región en los últimos meses. Además, los programas de vacunación muestran significativos avances en varios países de la región junto con mostrar un mayor control de la pandemia que sus pares emergentes. Si bien la alta inestabilidad macroeconómica y política de la región se mantiene, las mejoras en el escenario económico y corporativo **nos llevan a reducir la subexposición a acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África.**

En tanto, las perspectivas económicas para **Sudáfrica** continúan mejorando en la medida que se mantiene controlada la pandemia. No obstante, lo anterior se ve contrarrestado por un lento avance en el programa de vacunación con menos de 3 dosis por cada 100 habitantes. Por otro lado, se realizó reunión de política monetaria y el Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 3.5% por quinta reunión consecutiva, en línea con lo anticipado por el mercado. Hacia adelante, las perspectivas son de un aumento gradual en la tasa luego de reducirla en más de 300 pbs. desde comienzo de la pandemia y en la medida que la inflación se mantiene controlada. Por otro lado, la autoridad monetaria corrigió al alza el estimado de crecimiento económico para el

2021 y estima una expansión de 4.2% v/s el 3.8% previamente esperado. El mejor escenario económico también se refleja en el dato de PMI de manufactura de mayo que se mantuvo en terreno de expansión económica y registró 57.8 pts. Con respecto al sector corporativo, se sigue estimando una expansión de las utilidades de más del 80% para el 2021 y de 15% para el próximo año. En tanto, las valorizaciones siguen luciendo atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años lo que ha impulsado entradas netas a ETF's por más del 1% del total de activos manejados en el último mes. Si bien las perspectivas económicas y corporativas mejoran en línea con el aumento en el precio de las materias primas, el lento avance del programa de vacunación en el país nos lleva a mostrar mayor cautela y **mantener la exposición neutral a acciones sudafricanas.**

Por su parte, en **Rusia** las perspectivas económicas y corporativas siguen creciendo en línea con el aumento en el precio del petróleo. Además, la pandemia está controlada y el programa de vacunación avanza gradualmente y ya se acumulan más de 20 dosis por 100 habitantes. En este escenario, el PMI compuesto de mayo se ubicó en 56.2 pts., sobre el registro previo (54 pts.) y manteniéndose en terreno de expansión económica. Con respecto al sector corporativo, se espera una expansión de las utilidades de más del 90% para el 2021. Por su parte, las valorizaciones no lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose sobre su promedio de los últimos 5 años. Lo anterior no ha impedido que el apetito por las acciones locales se mantenga y en el último mes se registraron entradas netas a ETF's por 1.5% del total de activos manejados. Dado que la pandemia se mantiene controlada, el programa de vacunación avanza y las perspectivas económicas y corporativas mejoran con los aumentos en el precio del petróleo **se decide llevar a overweight la exposición en acciones rusas.**

Por otra parte, en **Turquía** continúa la alta incertidumbre luego de que el presidente, Recep Erdogan manifestara que le solicitó al gobernador del Banco Central un nuevo recorte en la tasa de referencia. Lo anterior nuevamente afectó el rendimiento de la lira turca y sigue generando dudas sobre la independencia del Banco Central. En tanto, la pandemia se encuentra bajo control y el programa de vacunación avanza moderadamente con más de 36 dosis por cada 100 habitantes. Lo anterior no ha logrado impulsar las expectativas económicas y el PMI manufacturero de mayo entró en terreno de contracción económica registrando 49.3 pts. Con respecto al sector corporativo, se espera una expansión de las utilidades en torno al 40% para el 2021, similar a lo estimado un mes atrás. Por su parte, las valorizaciones se ubican bajo su promedio de los últimos 5 años tanto en la razón P/U fwd. y P/VL. Lo anterior no ha sido suficiente para impulsar la entrada de flujos y en el último mes se registraron salidas netas de ETF por casi 2% del total de activos administrados. Dado que las perspectivas económicas y corporativas siguen sujetas a una alta inestabilidad macroeconómica y política, **se decide mantener la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene el neutral en la exposición a las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Las perspectivas económicas y corporativas mejoran para la región, en línea con el resto del continente. El control de la pandemia y avances significativos en los programas de vacunación asoman como las principales causas. Sin embargo, el alza de los últimos meses con valorizaciones que se han encarecido nos llevan a mantener la cautela.

Finalmente, en **Arabia Saudita**, las expectativas económicas y corporativas se ven impulsadas por un mayor control de la pandemia y precios al alza en el petróleo. Así lo refleja también el PMI de manufactura de mayo que se ubicó en 56.4 pts., acelerándose respecto a abril (55.2 pts.) y manteniéndose en terreno de expansión económica. En cuanto al sector corporativo, se estima una expansión de las utilidades en torno a 75% para el 2021, sobre el 65% estimado un mes atrás. Sin embargo, las valorizaciones se siguen encareciendo y la razón P/U fwd. y P/VL se ubica más de una desviación estándar sobre su promedio de los últimos 5 años. Lo anterior nos lleva a mantener mayor cautela y se decide **mantener la exposición neutral en acciones saudíes.**

Renta Fija

US Treasuries: underweight bonos nominales, pero overweight en TIPS

Como se comentó anteriormente, uno de los principales riesgos a monitorear es el inflacionario, en donde la discusión se centra entre si el aumento de precios del último tiempo sería transitorio o estructural. En este sentido, se favorece la sobreexposición en TIPS en desmedro de la exposición en *US Treasuries* nominales.

US Mortgages: neutral

Similar al mes pasado, los datos del mercado laboral estadounidense demuestran un avance contenido, con la tasa de desempleo de mayo cayendo a 5.8% desde el 6.1% anterior, pero con la creación de empleo no agrícola decepcionando con 559 mil nuevos puestos versus los 675 mil que se esperaban, lo que nos lleva a concluir que aún queda mucho camino para alcanzar la recuperación en este sentido. Dado esto, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

La subclase de activo muestra una duración que se acerca a los 9 años, lo cual reduce el atractivo en un contexto en que las tasas podrían seguir subiendo, sobre todo en los plazos más largos, en caso de que la inflación se acelere. Esto, sumado a *spreads* comprimidos, nos llevan a mantener la subexposición a *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

En este caso, los *spreads* también se encuentran comprimidos relativo a la historia, pero a diferencia del *Investment Grade*, la subclase posee un mayor *yield* ajustado por riesgo y una menor duración, por lo que se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Un *yield* ajustado por riesgo poco atractivo (cercano a 0.1%), además de una alta duración, similar al caso estadounidense, nos llevan a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Nuevamente, el mayor *yield* ajustado por riesgo atractivo relativo a otras alternativas, además de una menor duración, y unas mejores perspectivas para el continente dado el retroceso de la pandemia, nos llevan a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

La subclase de activo tiene la mayor duración de la muestra (casi 10 años), junto a unos de los menores *yield* (0.1%), lo que nos lleva a mantener la subexposición a *Japan Broad*.

Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos HY y neutral en las demás subclases de activo

Si bien en la deuda emergente es posible encontrar un mayor *yield* relativo al mundo desarrollado, y se espera que las economías sigan recuperándose apoyadas por la aceleración en los programas de vacunación, aún es posible observar una presión importante desde el punto de vista de la incertidumbre sociopolítica, lo que llama a tener cierta cautela. En este contexto, se decide favorecer la exposición en la subclase que presenta la menor duración de la muestra emergente, la cual tiene además un mayor riesgo crediticio justificado por el mayor *yield*, con perspectivas de *default* contenidas y benignas. Así, se favorece la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight** y se mantiene una exposición neutral en la demás subclase de activo.



Exposición a monedas – junio 2021

Monedas	Bench.	Mayo	Junio	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	44.7%	40.3%	UW	-1.9%	-
EUR	16.9%	14.1%	15.7%	UW	-1.2%	+
GBP	1.4%	2.1%	2.4%	OW	1.0%	+
JPY	6.9%	2.9%	3.0%	UW	-3.9%	+
GEMs	32.6%	36.2%	38.5%	OW	5.9%	+
	100%	100%	100%			

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

Resultados TAACo Global – mayo 2021

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	60%	10%	1.9%	0.96%	1.3%	5.5	16.6
Renta Fija	50%	30%	-20%	0.8%	0.40%	0.3%	11.1	2.7
Caja	0%	5%	5%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.8	
Oro	0%	5%	5%	7.5%	0.0%	0.4%	30.6	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.36%	1.96%	40.4	19.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								59.7
Europe ex UK	12.5%	12.5%	0.0%	3.7%	0.47%	0.47%	0.0	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	1.5%	0.0%	3.4%	0.05%	0.05%	0.0	
UK	2.7%	3.3%	0.6%	3.7%	0.10%	0.12%	1.1	
US Large Cap Growth	14.2%	13.2%	-1.0%	-1.9%	-0.27%	-0.25%	3.8	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	2.4%	0.35%	0.37%	0.5	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
Japan	5.2%	2.5%	-2.7%	1.5%	0.08%	0.04%	1.2	
Desarrollados	54.7%	52.6%	-2.1%	1.4%	0.77%	0.79%	6.5	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	7.8%	0.33%	0.57%	17.5	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	7.5%	0.06%	0.15%	6.7	
China	13.4%	12.0%	-1.4%	0.5%	0.06%	0.06%	2.0	
EM Asia ex China	14.9%	16.0%	1.1%	1.7%	0.25%	0.27%	-0.3	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	1.3%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	6.7%	-1.8%	4.6%	0.39%	0.31%	-4.9	
Emergentes	45.3%	47.4%	2.1%	2.5%	1.14%	1.40%	21.1	
Equities					1.91%	2.19%	27.6	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	0.3%	0.04%	0.03%	0.6	
US TIPS	1.3%	3.0%	1.7%	1.2%	0.02%	0.04%	0.7	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	0.8%	0.06%	0.05%	0.0	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	0.3%	0.01%	0.01%	-1.4	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	5.4	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.3%	0.00%	0.01%	-1.4	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-0.2%	-0.02%	-0.01%	4.6	
Deuda Desarrollados	56.6%	51.3%	-5.3%	0.1%	0.07%	0.11%	8.4	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.8%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	1.5%	0.09%	0.09%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.4%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	0.9%	0.06%	0.11%	0.7	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	2.6%	0.51%	0.51%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	1.7%	0.74%	0.79%	0.7	
Fixed Income					0.81%	0.90%	9.1	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 31 de mayo de 2020

En mayo el portafolio del TAACo global rentó 2.0%, 60 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Tanto la asignación de activos como la selectividad agregaron valor en el portafolio, aunque la posición en caja generó pérdidas relativas. La posición en oro generó valor en un mes donde el *commodity* rentó 7.5%.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 2.2%, 30 pbs. mejor que el desempeño del *benchmark*. La sobreexposición a América Latina fue lo que más generó valor y en menor medida, la posición corta en *US Large Cap Growth*.

En cuanto a la cartera de renta fija, la cartera del TAACo rentó 0.9%, 9 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó valor el *underweight* en *Europe* y *Japan Broad*, así como la posición corta en *treasuries* y larga en TIPS.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	2.0%	5.0%	5.0%	26.3%	7.7%	8.6%	4.9%	7.5%	9.5%
Benchmark	1.4%	3.6%	3.5%	22.5%	7.2%	7.7%	4.3%	5.8%	8.9%
Out/Under perf. (bps)	60	140	147	382	52	91	60	173	
Acciones	2.2%	7.4%	9.3%	45.0%	10.0%	11.8%	6.2%	5.6%	14.2%
Benchmark	1.9%	6.9%	9.2%	43.2%	9.8%	11.6%	5.9%	4.9%	14.1%
Europe ex UK	3.7%	11.2%	11.3%	41.6%	9.0%	8.8%	3.7%	4.3%	16.5%
Europe Small Cap ex UK	3.4%	11.3%	14.2%	58.5%	10.8%	12.3%	7.5%	11.5%	19.8%
UK	3.7%	10.1%	13.3%	31.7%	-1.7%	1.2%	-0.4%	0.6%	16.9%
US Large Cap Growth	-1.9%	6.7%	6.1%	41.3%	23.7%	22.1%	16.7%	--	16.4%
US Large Cap Value	2.4%	12.8%	15.3%	33.4%	9.1%	8.7%	8.0%	5.2%	15.0%
US Small Caps	-0.2%	5.5%	16.5%	62.3%	13.0%	14.6%	11.1%	11.8%	20.4%
Japan	1.5%	0.3%	0.7%	22.9%	4.3%	7.6%	5.3%	2.8%	12.9%
Desarrollados [1]	1.4%	9.7%	11.4%	40.6%	14.4%	14.2%	10.3%	8.8%	14.7%
LatAm	7.8%	15.6%	4.4%	44.2%	0.0%	4.7%	-5.5%	6.5%	28.7%
LatAm Small Cap	7.5%	17.5%	8.5%	57.7%	4.4%	7.5%	-5.8%	9.7%	31.0%
China	0.5%	-4.5%	1.5%	36.7%	6.0%	14.5%	4.8%	10.6%	18.1%
EM Asia ex China	1.7%	5.3%	9.9%	67.2%	13.8%	15.6%	6.7%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	1.3%	8.4%	16.9%	72.8%	7.4%	10.4%	3.4%	10.6%	18.4%
EM Europe and Middle East	4.6%	12.1%	14.1%	29.9%	3.4%	4.8%	-5.1%	3.9%	18.4%
Emergentes [1]	2.3%	3.3%	7.3%	51.0%	9.6%	13.9%	4.1%	12.7%	16.3%
Renta fija	0.8%	0.6%	-1.5%	5.6%	4.6%	4.2%	2.8%	6.6%	5.3%
Benchmark	0.7%	0.4%	-1.9%	4.3%	4.1%	3.6%	2.4%	5.7%	5.1%
US Govt Agencies	0.3%	-0.5%	-3.2%	-3.7%	4.4%	2.5%	2.7%	5.2%	4.1%
US TIPS	1.2%	2.4%	1.1%	7.1%	6.5%	4.5%	3.4%	6.5%	3.6%
US Mortgages	-0.2%	-0.1%	-0.7%	-0.5%	3.8%	2.4%	2.7%	5.3%	2.1%
US Corps	0.8%	0.1%	-2.9%	3.6%	7.0%	5.0%	4.9%	7.2%	5.9%
US High Yield	0.3%	1.5%	2.2%	15.0%	7.1%	7.4%	6.4%	9.7%	7.4%
Europe Broad	-0.1%	-0.7%	-2.7%	1.0%	2.6%	1.7%	3.9%	5.5%	3.4%
Europe High Yield	0.3%	1.5%	2.9%	13.5%	4.6%	4.4%	6.3%	9.2%	8.0%
Japan Broad	-0.2%	-1.9%	-6.0%	-2.1%	0.1%	0.1%	-1.4%	2.5%	8.5%
Deuda Desarrollados [1]	0.2%	-0.1%	-2.1%	1.8%					
EM Sovereign IG	0.8%	1.2%	-3.3%	4.0%	7.2%	5.4%	5.1%	9.1%	7.2%
EM Sovereign HY	1.5%	3.2%	0.4%	17.7%	3.4%	4.2%	5.4%	10.7%	12.8%
EM Corporate IG	0.4%	-0.4%	-1.4%	5.4%	6.6%	5.1%	4.8%	--	4.6%
EM Corporate HY	0.9%	1.4%	1.7%	15.6%	8.0%	7.7%	6.2%	--	8.5%
EM Local Markets	2.6%	2.4%	-0.5%	10.2%	4.1%	5.2%	0.6%	--	11.4%
Deuda Emergentes [1]	1.6%	1.7%	-0.7%	9.6%					
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	7.5%	9.0%	0.7%	9.9%	13.3%	9.4%	2.1%	13.2%	13.4%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2021e	2022e		2021e
DM	20.8x	14.6x	2.0%	3.2x	2.2x	77%	11%	15%	0.3
US	23.2x	15.6x	1.0%	4.8x	2.8x	49%	11%	28%	0.5
Europe	17.4x	12.9x	3.0%	2.2x	1.8x	188%	10%	9%	0.1
Japan	16.9x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	64%	12%	7%	0.3
EM	14.7x	11.5x	3.0%	2.1x	1.8x	58%	11%	12%	0.3
EM Asia	16.0x	12.1x	2.0%	2.2x	1.8x	45%	13%	11%	0.4
CEEMEA	11.2x	9.3x	5.0%	1.7x	1.6x	79%	11%	13%	0.1
LatAm	11.8x	12.1x	5.0%	2.2x	2.0x	178%	0%	19%	0.1
China	15.7x	11.8x	2.0%	2.2x	2.0x	22%	16%	11%	0.7
S.Korea	12.8x	9.8x	2.0%	1.4x	1.2x	89%	11%	14%	0.1
Taiwan	17.4x	14.3x	3.0%	2.8x	1.9x	38%	6%	18%	0.5
India	22.5x	16.7x	1.0%	3.6x	3.2x	43%	15%	13%	0.5
Indonesia	15.0x	13.9x	3.0%	2.3x	3.4x	26%	21%	16%	0.6
Malaysia	13.7x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	73%	-7%	11%	0.2
Thailand	18.1x	12.7x	3.0%	1.9x	2.0x	41%	14%	9%	0.4
Philippines	15.8x	16.1x	2.0%	1.7x	2.5x	69%	24%	8%	0.2
S.Africa	10.6x	12.4x	4.0%	2.1x	2.5x	85%	15%	17%	0.1
Russia	8.0x	6.5x	7.0%	1.2x	1.1x	92%	5%	12%	0.1
Turkey	5.5x	8.5x	7.0%	0.9x	1.5x	41%	28%	14%	0.1
S.Arabia	18.8x	14.0x	3.0%	2.5x	2.3x	74%	10%	26%	0.3
UAE	13.0x	11.0x	4.0%	1.3x	1.4x	11%	19%	10%	1.2
Brazil	10.5x	10.9x	5.0%	2.4x	1.8x	186%	-5%	20%	0.1
Mexico	15.0x	15.0x	3.0%	2.3x	2.7x	124%	8%	24%	0.1
Chile	14.0x	15.9x	9.0%	1.4x	2.0x	91%	13%	14%	0.2
Colombia	11.6x	13.6x	10.0%	1.0x	1.6x	206%	36%	18%	0.1
Peru	13.8x	12.5x	2.0%	2.0x	3.1x	745%	24%	20%	0.0
Argentina	36.7x	11.0x	1.0%	2.0x	1.8x	NM	85%	-1%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 27 de mayo de 2021

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

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 Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), 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 Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, 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.