

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Junio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	0.3%	4.9%	5.3%	23.0%	8.4%	8.3%	5.1%	7.5%	9.5%
Benchmark	0.5%	4.2%	4.1%	19.9%	8.0%	7.5%	4.5%	5.8%	8.8%
Out/Underperformance (bps)	-27	67	119	308	42	80	59	172	
Acciones	0.9%	6.9%	10.2%	39.8%	11.2%	12.0%	6.5%	5.7%	14.2%
Benchmark	1.0%	6.6%	10.2%	38.6%	11.0%	11.8%	6.2%	5.0%	14.0%
Renta Fija	0.2%	2.0%	-1.3%	4.5%	5.0%	3.6%	2.8%	6.6%	5.3%
Benchmark	0.1%	1.7%	-1.8%	3.2%	4.4%	2.9%	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	-7.2%	4.3%	-6.6%	-0.3%	12.1%	5.9%	1.6%	12.6%	13.4%

Resultados al 30 de junio de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Segundo semestre:
Primeras
oportunidades 1

Posicionamiento
TAACo Global 3

Resultados 14

Desempeño 15

Valorizaciones 16

Segundo semestre: Primeras oportunidades

La economía global se encamina hacia una "normalización" post pandemia que podría tomar una de dos formas: (i) la contención y fin gradual de esta o (ii) la adaptación a funcionar con el covid-19 con el surgimiento continuo de variantes y el despliegue de vacunas reforzadas. Por el momento, el segundo escenario luce como el más probable: van más de tres mil millones de dosis de vacunas aplicadas a nivel mundial y la ciencia y la epidemiología en conjunto están mostrando impresionantes capacidad y velocidad de desarrollo que parecen estar llevando gradualmente a tener al covid-19 bajo control.

Economía global se normaliza en la medida en que se adapta a funcionar con covid-19

La recuperación económica y de las utilidades corporativas habrían llegado al *peak* en el primer semestre de este año para comenzar a normalizarse y adaptarse a esta "nueva normalidad", lo cual sería divergente para los diferentes países, sectores y temas. Se suma a este contexto que las acciones globales registraron en la primera mitad del año la mayor rentabilidad del primer semestre desde 1982, el mejor semestre para los precios de los *commodities* desde 1972 y flujos récord. Respecto de esto último y a primera vista parece ser un error de lectura, pero los flujos anualizados hacia acciones globales en los primeros seis meses de 2021 superan a los flujos acumulados hacia esta clase de activo en los últimos veinte años.

Recuperación económica y corporativa habría tocado *peak* el primer semestre: retornos y flujos hacia activos de riesgo en niveles récord

De cara al segundo semestre, en lo que respecta a la actividad económica global, sus dos más grandes motores -China y Estados Unidos- van a diferentes velocidades y en disímiles etapas del ciclo. En China, hace meses se están implementando políticas monetarias y fiscales restrictivas para evitar el sobrecalentamiento de la economía. A ello se suma los frenos que desde el año pasado el gobierno está poniendo a los planes de expansión de las empresas chinas ligadas a tecnología, la mayoría de ellas listadas también en Estados Unidos. Ello a través del bloqueo de emisiones de acciones e investigaciones a propósito de prácticas monopólicas, entre otros. Comenzó contra Alibaba cuando trató de colocar a su holding Ant Group y terminó pagando una multa de alrededor de quinientos millones de dólares, hasta comienzos de este mes (julio) que luego de que la aplicación de taxis china Didi se listara en la bolsa de Estados Unidos, el gobierno Chino bloqueó la descarga de la app para nuevos usuarios. ¿Significaría esto un "frenazo" para la economía China y con ello menor soporte para la recuperación del resto de regiones como Europa y mercados emergentes? Nuestro escenario base es que no, que este ciclo restrictivo sería controlado, tratando de evitar burbujas (como es el caso de los créditos/financiamiento, lo que según la firma de estudios independiente Gavekal reducirá la liquidez, pero no afectaría significativamente la actividad), pero atentos a mantener un ritmo de crecimiento razonable, manteniendo holguras en los ámbitos necesarios para que ello se dé así, sobre todo en la demanda interna (la cual no luce sobrecalentada). Muestra de ello son ciertas medidas como el techo establecido a las tasas de interés para depósitos (que tiene el efecto de una baja o límite

Segundo semestre mostrará una suavización en los datos económicos, con los grandes motores del crecimiento en distintas etapas del ciclo económico

Mientras China intenta mantener un ritmo de crecimiento razonable a la vez que implementa políticas monetarias y fiscales restrictivas para evitar un sobrecalentamiento económico ...

al alza de la tasa de interés) y la apertura y expansión del mercado de bonos en yuanes en China continental (que es una señal de continuidad en la apertura e integración con el mundo).

En Estados Unidos, por el contrario, se está implementando un inédito estímulo fiscal para impulsar la demanda, a través de proyectos en infraestructura de trillones de dólares. Por el lado monetario, el Fed no se queda atrás con una política de *quantitative easing* mediante la cual sigue comprando activos por más de cien mil millones de dólares al mes para inyectar liquidez a la economía.

Dado lo anterior y tal como lo sostuvimos en la versión del mes pasado de este documento, el dinámico crecimiento de Estados Unidos y el sostenible de China seguirían dando soporte a la recuperación del resto del mundo. Y cómo se daría éste en regiones rezagadas sería al modo China, con una gradual contención de la pandemia, un período de fuerte recuperación y una desaceleración gradual. Cierto que ello tomará variadas formas, dependiendo de los países, sectores y temas, como no nos cansamos de repetir. La salida del *shock* covid-19 dio a China y a Estados Unidos la oportunidad de ejecutar estrategias de recuperación decididas, diferentes, pero ambas parecen asertivas hasta el momento, el tiempo dirá los resultados finales. Ahora le toca al resto del mundo darle forma a la salida de sus economías, lo cual se combina con factores domésticos, y ello será determinante para definir el camino de sus economías de largo plazo.

Al crecimiento económico se suma la variable inflación, que viene acelerándose en Estados Unidos desde fines del año pasado y cuya lectura se acerca a 5% en 12 meses actualmente. El Fed “puso el parche antes de la herida” a mediados del año pasado, previendo que ello ocurriría, al cambiar su estrategia ante datos de aumentos en precios a una más flexible y con mayor tolerancia a que la inflación sobrepase la meta del 2% anual en ciertos períodos acotados. ¿Se trata de inflación transitoria o estructural? Sería transitoria en Estados Unidos, como lo fue en China y -aunque ello influiría en que en el resto del mundo también lo sea- para los casos de cada país dependerá también de las políticas económicas y de factores domésticos.

Centrándonos en cómo se está dando en las economías que están en etapas más avanzadas en la recuperación, factores demográficos (menor consumo estructural por el envejecimiento de la población, lo que es evidente en la baja en la velocidad de circulación del dinero), una lenta recuperación del empleo y bajos costos de producción y cadenas logísticas que han logrado adaptarse al funcionamiento en pandemia, contribuirían a que este fenómeno no se convierta, al menos en el mediano plazo, un factor permanente. No obstante, es de esperar que gradualmente la inflación y las tasas de interés en el largo plazo se sitúen en niveles mayores a los registrados en las últimas dos, hasta tres décadas, pero aún no se vislumbra el regreso a situaciones como las de los 70s y 80s del siglo pasado. Además, es esperable que los bancos centrales se mantengan alerta y aplicando las medidas pertinentes para evitarlo.

Respecto de las implicancias de lo analizado en la asignación de activos, con tasas de interés reales negativas o en muy bajos niveles, e inflación transitoria, se mantiene la sobreponderación en acciones respecto de la renta fija. Los riesgos visibles son una inflación mayor a lo esperado, tasas de interés en la misma dirección y rebotes de la pandemia disruptivos, para lo cual se mantiene, aunque en menor medida, una cobertura a través de la asignación de una porción de la cartera en oro. Los mercados tendrían ya incorporada la fuerte recuperación, y el segundo semestre se comenzaría a ver una suavización en los datos de actividad, tanto a nivel macro como corporativo. Esto generaría, de corto plazo, cierta presión a la baja o un techo para las tasas de interés.

... Estados Unidos impulsa estímulos fiscales y monetarios sin precedentes para darle soporte a la economía

Recuperación económica en el resto del mundo sería similar a lo ocurrido en China: contención de la pandemia daría paso a una fuerte recuperación, que se desaceleraría gradualmente

Sin embargo, la forma de la recuperación será distinta entre países, sectores y temáticas

En la medida que el crecimiento se acelera los precios también lo han hecho...

...Aunque el aumento en la inflación sería transitorio, dependiendo de la dinámica local de cada país

Factores demográficos, holguras laborales, bajos costos de producción y cadenas logísticas que se han adaptado a la pandemia llevarían a que el aumento de la inflación sea permanente y no estructural

Tasas de interés reales negativas e inflación transitoria llevan a mantener la preferencia por acciones respecto a renta fija

Ante los riesgos como rebotes de la pandemia, mayor inflación y aumento en las tasas de interés se mantienen oro como *hedge*

Posicionamiento de la cartera – julio 2021

TAACo Global	Bench.	Junio	Julio	OW / UW		Cambio	
Acciones	50%	65%	60%	OW	10%	-5.0%	-
Renta Fija	50%	30%	35%	UW	-15%	5.0%	+
Caja				N			
Oro		5%	5%				
Total Cartera							
Europe ex UK	12.5%	13.3%	13.3%	OW	0.8%		
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	2.0%	OW	0.5%		
UK	2.7%	3.5%	3.5%	OW	0.8%		
US Large Cap Growth	14.2%	12.0%	14.2%	N		2.2%	+
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%	1.5%	UW	-3.7%	-1.0%	-
Mercados desarrollados	54.7%	52.9%	54.1%	UW	-0.6%	1.2%	+
LatAm	4.3%	7.3%	7.3%	OW	3.0%		
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	2.0%	OW	1.2%		
China	13.4%	12.0%	10.8%	UW	-2.6%	-1.2%	-
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	14.9%	N			
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	3.4%	N			
EM Europe and Middle East	8.5%	7.5%	7.5%	UW	-1.0%		
Mercados emergentes	45.3%	47.1%	45.9%	OW	0.6%	-1.2%	-
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	10.7%	OW	0.5%	1.7%	+
US TIPS	1.3%	3.0%	1.3%	N		-1.7%	-
US Mortgages	7.6%	7.6%	7.6%	N			
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%		
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%		
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%				

Se disminuye la exposición a acciones a 60% y se aumenta la de renta fija a 35%. Se asigna 5% a oro, sin exposición a caja

Se mantiene el OW Europa

Se neutraliza US large cap growth y se mantiene OW value

Se aumenta UW en Japón

OW en Latinoamérica

Se aumenta UW en China y se mantiene neutral EM Asia ex China

Se mantiene UW en EMEA

Se neutraliza TIPS y con ello se aumenta a un leve OW Treasuries

Se mantiene UW US Corps y OW deuda High Yield (en US y Europa)

UW bonos europeos y japoneses

Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos high yield

En julio la cartera TAACo Global mantiene la sobre exposición a acciones, pero modera la posición llevándola a 60%. Se aumenta la exposición a renta fija hasta 35% y se asigna 5% a oro como protección ante el riesgo de rebrotes disruptivos e inflacionario. La cartera queda sin exposición a caja.

Este mes se continúa favoreciendo activos rezagados y que se están beneficiando de la vacunación y reactivación económica. Se mantiene *overweight* la posición en Europa y UK; en Estados Unidos se favorece *US Large Cap Value* en desmedro de *growth*, aunque este último se neutraliza debido a la moderación en las expectativas inflacionarias y de alzas en las tasas de interés. Dentro de emergentes se sigue favoreciendo una sobreexposición a Latinoamérica, que se beneficiaría de la reactivación económica, altos precios de las materias primas, un dólar débil y expectativas corporativas positivas para el 2021. Debido a que China está un paso adelante en el ciclo económico se mantiene un *UW*, mientras se conserva una posición neutral en el resto de los países asiáticos.

En renta fija se neutraliza la posición en TIPS, las expectativas inflacionarias habrían ya alcanzado un *peak* en el primer semestre, y se aumenta la exposición a *treasuries*. Se sigue favoreciendo productos de *spread* manteniendo un *OW High Yield* (tanto en EE.UU., Europa y EM Corporate).

Renta Variable

Europa ex UK: se mantiene *overweight* en *large y small cap*

La propagación de la variante delta de covid-19 no logra frenar el buen *momentum* económico en la región. Como ya se mencionaba anteriormente en este documento, la economía se adapta a vivir con la pandemia y la vacunación, si bien de momento no ha logrado detener la propagación de nuevas variantes, ha mantenido contenida las hospitalizaciones y muertes, permitiendo que los países continúen con los planes de reactivación a pesar del aumento en los contagios.

En base a lo anterior, la Comisión Europea alertó que la pandemia no ha terminado (haciendo alusión al aumento de los contagios por delta), pero aumentó la estimación de crecimiento de la Zona Euro para 2021 desde 4.3% en mayo pasado hasta 4.8% en la revisión de julio. De la misma manera, mejoró marginalmente las expectativas de crecimiento para 2022 desde 4.4% hasta 4.5%. El bloque tendrá el mejor crecimiento en décadas de la mano de una fuerte demanda interna y global, y la mejor que lo esperada adaptación del sector de servicios que reabrió desde la primavera del hemisferio norte y tendrá un fuerte impulso con la flexibilización de las medidas de restricción en el verano, permitiendo reactivar el turismo dentro del continente. Así, la región recuperaría el nivel de producto pre-pandemia en el último trimestre de este año, un trimestre antes de lo estimado previamente.

Por el lado monetario, el nivel de precios ha aumentado por efectos de base de comparación, aumentos en los precios de la energía 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. Por su parte, holguras en el mercado laboral no permitirán aumento en los precios desde alzas sostenidas en los salarios. En la Zona Euro la inflación se ha acelerado durante el año, llegando a 1.9% anual en junio, justo bajo la meta del Banco Central Europeo (BCE). La autoridad monetaria aprobó recientemente una flexibilización del mandato inflacionario, anunciando que tolerará que los precios aumenten más de 2% en forma temporal ampliando el mandato que buscaba que la inflación se situará por debajo, pero cerca del 2% anual. En base a lo anterior, el BCE ha decidido mantener una política monetaria expansiva y el programa de compra de activos vigentes 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 aumentó nuevamente y llegó a 58.3 pts. en junio, el mejor registro en al menos 5 años. Por su parte, el sector manufacturero mantiene el optimismo, con el PMI subiendo otra vez para llegar a 63.4 pts. Tales niveles de confianza también se ven apoyados por el inicio de los desembolsos del Fondo de Recuperación, los cuales totalizarían €750,000 millones. Entre los países más beneficiados por los recursos se encuentran Italia y España, recibiendo fondos por 10.7% y 5.6% del PIB respectivamente. Los recursos deben ser usados en cuatro áreas principales: reformas estructurales para facilitar las inversiones, transición verde (considerando la meta de la UE de carbono neutralidad al 2050), digitalización de los servicios públicos y una dimensión social (ayudando en la solución de problemas sociales exacerbados por la crisis del covid-19, como los migratorios).

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. Las acciones de la Zona Euro transan en lo corrido del año con un *outperformance* respecto a las globales, pero aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. Dado que los países europeos están recién volviendo a abrir sus economías, los datos económicos y resultados corporativos aún tienen margen para seguir sorprendiendo al alza, favoreciendo a los sectores cíclicos como el de consumo discrecional y financiero. El buen desempeño accionario ha llevado a encarecer las valorizaciones. Las razones P/U fwd. 12 meses y P/VL transan sobre el promedio a 5 años en términos absolutos, pero con descuentos relativo a mercados desarrollados.

Buenas perspectivas económicas, programas de vacunación que avanzan, fortaleza corporativa, valorizaciones atractivas en términos relativos, además de alta exposición cíclica llevan a **mantener el *overweight* de acciones europeas *large y small caps***.

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

El país ha tenido un fuerte aumento en los contagios de covid-19 por variante delta. A pesar de ello, teniendo un 68% de la población vacunada con una dosis y un 51% ya inmunizada, las hospitalizaciones y muertes se han mantenido acotadas y la reapertura de la economía se iniciará este 19 de julio, dando comienzo a una nueva normalidad en que el país funcionará conviviendo con el covid-19.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios, la economía ha sorprendido positivamente y se ha recuperado más rápido de lo esperado. A mayo pasado el PIB se encontraba sólo 3% bajo los niveles pre-pandemia y se podría recuperar antes de fin de año. Las expectativas son favorables y se reflejan en indicadores líderes como los PMIs, los cuales, si bien muestran un leve retroceso luego de alcanzar niveles récord en mayo, se mantienen holgadamente sobre los 50 pts. (umbral de expansión/contracción del sector). En concreto, los PMI de servicios y de manufacturas se ubicaron en junio en 62.4 y 63.9 pts. respectivamente.

Por su parte, la inflación ha continuado aumentando y en mayo registró 2.1% interanual, superando la meta. La rápida recuperación económica ha llevado también a un mercado laboral que comienza a lucir ajustado. Presiones en los precios por parte de los salarios (el *Brexit* ha limitado la cantidad de inmigrantes encareciendo la mano de obra) llevarían a que la inflación se mantenga al alza y de persistir la situación, el Banco de Inglaterra podría ser una de las primeras entidades monetarias de países desarrollados en normalizar la política monetaria a mediados del 2022. No obstante, de momento el banco central mantiene la tasa de interés de referencia en un mínimo histórico de 0.10% y el plan de compra de activos, permitiendo mantener condiciones financieras favorables con amplia liquidez.

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 potencial para que las acciones sigan recuperándose.

Para este año las proyecciones de utilidades corporativas se han corregido al alza e indican un crecimiento cercano a 67%, el cual sería principalmente impulsado por los sectores industrial, de materiales, consumo discrecional 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 42% respecto a pares desarrollados.

Favoreciendo activos que aún se encuentran rezagados y que tienen potencial de *upside* mientras la economía se adapta a una nueva normalidad en la medida que avance la vacunación, así como por un sector corporativo que luce saludable y valorizaciones atractivas **se decide mantener la sobreexposición a acciones británicas.**

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

La recuperación económica continúa impulsada por la eficiencia de la vacunación (un 48% 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 mayormente por efectos de base de comparación (la inflación se ubicó en 5.4% anual en junio, sobre las expectativas).

Luego de inicialmente mostrar preocupación por un ajuste abrupto en la política monetaria, los inversionistas se acoplan al discurso sobre la transitoriedad de la inflación del Fed y moderan sus expectativas inflacionarias y consecuentes alzas en las tasas de interés. Este giro llevó a que la tasa del bono del tesoro americano a 10 años llegara a 1.47% al cierre de junio -e incluso llegara a 1.30% la primera semana de julio- luego de llegar a niveles máximos anuales de 1.75% a fines de marzo. Tal caída en las tasas de interés ha impulsado el precio de acciones cuyas valorizaciones dependen fuertemente de sus utilidades futuras (estilo *growth*), como lo son las

tecnológicas. En tal sentido, el Nasdaq registra nuevos máximos históricos y el índice subió 5.5% durante junio, dejando nuevamente rezagadas a las acciones tipo *value*.

Respecto a la recuperación económica, ésta habría alcanzado un *peak* durante el primer semestre y se espera que durante esta segunda mitad del año el crecimiento modere su ritmo. Tal situación se observa en los indicadores líderes PMI, cuyos registros se moderan en junio con el de servicios retrocediendo a 64.8 pts. desde un nivel máximo histórico de 70.4 pts en mayo, mientras el de manufacturas se mantiene en el mismo nivel del mes anterior (62.1 pts.). Por su parte, la confianza del consumidor vuelve a niveles pre-pandemia, lo que sumado a altas tasas de ahorro por parte de los hogares seguirá dando soporte al consumo.

Por el lado laboral, la situación mejora, pero no lo suficiente como para que el Fed revierta los estímulos monetarios este año. En junio la creación de empleo superó las expectativas y adicionó 850 mil nuevos puestos de trabajo, aunque la tasa de desempleo aumentó a 5.9% desde 5.8% debido a un aumento del desempleo part-time. A pesar de que el mercado laboral muestra amplias holguras, 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 continuarán dando soporte al crecimiento, aunque en menor magnitud de lo estimado inicialmente. Joe Biden trabaja para lograr un acuerdo con los republicanos respecto al plan de infraestructura, el cual había propuesto por USD 2,300 billones; sin embargo, para que el plan sea aprobado por los republicanos se ha reducido el monto -de momento- hasta una cifra apenas superior a USD 1,000 billones sin aprobarse aún.

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 53%, estimación que se ha corregido consistentemente al alza durante el año. Durante el segundo semestre se espera que los resultados corporativos moderen su ritmo de crecimiento, aunque sigan la senda de recuperación post pandemia. 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 tanto en términos absolutos como relativos. 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 2.9% 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*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las estilo *growth*. No obstant, debido a la caída en las tasas de interés y el impulso que están recibiendo las acciones tipo *growth* es que **se decide neutralizar la exposición en US Large Cap growth, mientras se mantiene la sobreexposición a acciones US Large Cap Value. Además, se mantiene sin modificación el neutral en small caps** por lo estrecho de sus valorizaciones.

Japón: Se aumenta el *underweight* en acciones japonesas

Tokio se enfrenta a un nuevo aumento en los contagios por covid-19 lo que ha llevado a nuevas medidas restrictivas y establecer un estado de emergencia desde el 12 de julio al 22 de agosto. Las medidas se aplicarán durante toda la duración de los juegos olímpicos, que comienzan el 23 de julio, y limitan el aforo de público en los eventos deportivos, el funcionamiento de restaurantes y el consumo de alcohol en éstos, entre otras medidas.

El panorama sanitario es desafiante debido a que, a pesar de una aceleración en los programas de vacunación, solo el 18% de la población se encuentra inmunizada. La baja vacunación de cara a la llegada de miles de extranjeros por las olimpiadas ha aumentado el temor de la propagación de nuevas variantes en el país y un ascenso en los casos, una de las razones tras la declaración de un nuevo estado de emergencia.

En este escenario, las perspectivas económicas no son favorables como en el resto de los países desarrollados bajo cobertura, debido a que la normalización de la actividad no es posible si no se avanza con la vacunación. El

PMI de servicios se mantiene bajo 50 pts. y el de manufactura retrocedió en junio a 52.4 pts. desde 53 el mes previo. En tanto, indicadores de actividad como las ventas minoristas y la producción industrial reflejan la lenta dinámica de recuperación, reportando bajo las estimaciones de los analistas en mayo (registraron variaciones de -0.4% y -5.9% 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 -0.1% 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 se corrigen a la baja, aunque siguen luciendo caras en términos absolutos. La razón P/U fwd. y P/VL transan 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 0.2% 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 aumentar la subexposición a acciones japonesas** en pro de financiar posiciones con mayor atractivo.

Acciones Emergentes: Se reduce el overweight a través de mayor subexposición a acciones chinas.

Los ruidos regulatorios y la desaceleración del crecimiento económico siguen afectando a China, y, por ende, las rentabilidades de mercados emergentes. Además, en el resto de Asia, se registran lentos avances en los programas de vacunación, lo que la retrasará en la reactivación económica en los próximos meses. Por su parte, en Latinoamérica, las perspectivas económicas y corporativas comienzan a mejorar de la mano con avances en los programas de vacunación y una disminución de los nuevos casos diarios. Dado lo anterior, se decide **reducir la sobreexposición en mercados emergentes**, disminuyendo la exposición a acciones chinas y **manteniendo la sobreexposición en Latinoamérica**. Además, **se mantiene el underweight en EMEA** ante valorizaciones que se han encarecido luego de las alzas del primer semestre.

América Latina: Se mantiene el overweight

Dado por un lado el contexto de retroceso de la pandemia en la región, sumado a precios de *commodities* que se mantienen en niveles atractivos, mejores perspectivas de recuperación económica, y un rezago muy importante en relación a los índices globales, que contrasta por otro lado con la gran incertidumbre política e institucional que domina la región, se decide **mantener el overweight**.

En **Brasil**, la pandemia retrocede junto con las medidas de confinamiento, mientras la vacunación avanza, con cerca del 51% de la población inoculada con al menos una dosis, alcanzando un ritmo de 950,000 vacunas administradas diariamente. Por su parte, la popularidad del presidente Jair Bolsonaro se ha visto golpeada por las recientes acusaciones de irregularidades en la adquisición de vacunas, aunque un escenario de *impeachment* luce improbable, al mantener una aprobación que ronda el 26%. La economía por otro lado, ha sorprendido consistentemente al alza, con las ventas minoristas creciendo 16% interanual en mayo y la producción industrial volviendo al crecimiento mensual (+1.4%) en mayo luego de 3 meses de caídas consecutivas, con 13 de los 26 sectores medidos ya en niveles pre pandemia. El positivismo anterior se ve reflejado en los indicadores líderes PMI de junio, los cuales mejoraron, y, dado el alza a 53.9 pts. desde los 48.3 pts. anteriores en el caso del PMI de servicios, se ubicaron ambos en el nivel de expansión económica esperada para los próximos 6 a 12 meses.

Con todo, la inflación, si bien se desacelera a nivel mensual avanzando 0.5% en junio, alcanza 8.4% de aumento interanual, lo que da sustento a las últimas alzas de 75 pbs. de la tasa Selic, la cual ya alcanza el 4.25% y se espera que siga subiendo. Por su parte, 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. Si bien el país se encuentra en una situación favorable en cuanto al proceso de recuperación

económica esperado, una pandemia que debiese comenzar a ceder y un contexto político polarizado pero que aún no pareciera implicar un proceso de *impeachment*, el gran avance de la bolsa brasileña de casi 15% en USD de los últimos 3 meses, uno de los mejores desempeños del mundo, nos lleva a tomar parte de la utilidad obtenida **reduciendo la sobreexposición en acciones brasileñas**.

La pandemia continúa bajo control en **México**, con el semáforo epidemiológico indicando la menor de las restricciones a la movilidad en 19 de las 32 entidades bajo control (considerando 31 estados y ciudad de México), y una vacunación que avanza, en donde los datos oficiales indican que cerca del 16% ya se encuentran con su programa de vacunación completo. Por su parte, la economía demuestra resiliencia y las expectativas de recuperación se corrigen consistentemente al alza, con el crecimiento estimado para este año rodeando el 6%, desde un 3.5% anticipado a principios de año. Lo anterior, se enmarca en un contexto de positivismo por la mejor respuesta del consumo a los confinamientos, y al efecto que ha tenido la recuperación en Estados Unidos, principal socio comercial de México, que ha llevado a los indicadores líderes IMEF manufacturero y No Manufacturero a 52.4 pts. y 53.8 pts. respectivamente. Con todo, la vigorosa recuperación viene con un precio, que en este caso corresponde al incremento en la inflación, que llegó a 5.9% de variación anual en junio, lo cual ha provocado el cambio en la postura de Banxico hacia un tono más *hawkish*, con la tasa de política monetaria aumentando sorpresivamente a 4.25% en la reunión de junio (alza de 25 pbs.), lo que agregaría soporte para el tipo de cambio los próximos meses. Por otro lado, las valorizaciones permanecen atractivas a nivel local, con la razón P/U fwd. 12 meses y la P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años. Dado el contexto benigno en que se desenvuelve la recuperación mexicana, el escenario de estabilidad política luego de las elecciones federales, el soporte que tendría el peso dadas las eventuales alzas de la tasa de referencia que impulsaría el Banco Central y valorizaciones que se mantienen atractivas, se decide **aumentar la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, la pandemia está retrocediendo y las medidas de restricciones a la movilidad de la población se reducen, en línea con el proceso de vacunación que destaca a nivel mundial, con cerca del 60% de la población inmunizada. La economía por su parte ha respondido superando consistentemente las expectativas, como el caso de la actividad económica que subió 2.6% mensual en mayo, superando al 1.5% esperado, rompiendo 2 meses consecutivos de caídas, y llevando a la variación anual a alcanzar el récord histórico de 18.1%. Esto, le da sustento a esta tesis del Banco Central que la economía se ha adaptado de mejor forma a las medidas de confinamiento, y se debe en gran parte al sector del consumo, con las ventas minoristas subiendo 72.1% interanual, impulsadas en gran parte por los estímulos directos a la población, los cuales, al considerar las ayudas del gobierno y los retiros de fondos previsionales, alcanzan casi el 30% del PIB, una de las ayudas más grandes del mundo. A esto, hay que sumarle además los estímulos monetarios, los que se han mantenido agresivos con el Banco Central dejando la tasa de política monetaria en el históricamente bajo 0.5%, en donde, dado el avance en las presiones inflacionarias de los últimos meses, se estima que se debería comenzar el proceso de normalización de la tasa en un futuro cercano, incluso posiblemente en la reunión de julio. Por otro lado, las valorizaciones siguen atractivas a nivel local, con el P/VL y el P/U fwd bajo 1 desviación estándar de su promedio a 5 años, a lo que se suma un *upside* estimado para el IGPA de más de 30%.

A pesar de lo anterior, la bolsa ha caído casi 20% en USD los últimos 3 meses, producto del contexto de incertidumbre político-institucional en el país, dada la problemática instalación de la convención constitucional y el apoyo no despreciable a candidatos radicales para la próxima elección presidencial de noviembre. Lo anterior, no estaría permitiendo ver unos fundamentales muy favorables, y se espera que se mantenga al menos los próximos meses, por lo que se decide **reducir la sobreexposición en acciones chilenas**.

En **Colombia**, el escenario político permanece tenso y la popularidad del presidente Duque ha caído considerablemente luego de las protestas masivas que comenzaron en abril -producto de la fallida reforma tributaria-, alcanzando el 23% de aprobación en la última encuesta de junio de Invamer. El atentado que sufrió el presidente el 25 de junio aumentó en el margen su popularidad, pero el descontento es generalizado y la percepción de la ciudadanía apunta hacia un contexto de deterioro en cuanto a las condiciones de seguridad. Respecto a la pandemia, la velocidad de nuevos contagios en el país cae y la vacunación aumenta, apoyada por las compras del gobierno de dosis, junto a las compras del sector privado del país y a las donaciones de Estados Unidos, con lo que el total de vacunados con al menos una dosis asciende a 26%, o 17% en caso de inmunizados. Por otra parte, luego de la revisión de Fitch Ratings, la deuda soberana del país cayó a la categoría de *High Yield*

como era ampliamente anticipado, aludiendo al deterioro de las cuentas nacionales. La economía ha debido enfrentar distintas fuerzas contrarias, como la mejor adaptación a las cuarentenas, con el último dato de actividad económica en abril creciendo 28.7% anual, lo que sin embargo contrasta con las protestas sociales que abarcaron todo mayo y que impiden aumentar el optimismo. Finalmente, las valorizaciones 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 contexto político, económico y fiscal deteriorado, se decide **mantener la subponderación en acciones colombianas.**

Luego de más de un mes desde las votaciones celebradas el 6 de junio para elegir el próximo presidente del **Perú**, aún no existe un candidato declarado oficialmente ganador, en uno de los procesos electorarios más polarizados del último tiempo. Con todo, el candidato pareciera ser Pedro Castillo, quien obtuvo el 50.1% de las preferencias versus los 49.9% de Keiko Fujimori, por lo que la incertidumbre que entregan las propuestas anti-sistema del candidato izquierdista ha golpeado a los activos peruanos. Por su parte, los nuevos casos de contagios diarios y las muertes por coronavirus retroceden, lo que aporta un optimismo con cautela, debido al proceso de vacunación que se mantiene a un ritmo subóptimo, con tan solo el 16% de la población inoculada con al menos una dosis. En cuanto a la recuperación económica, la baja base de comparación ha permitido generar datos como el alza de 58.5% de la actividad económica en abril de este año, con las estimaciones indicando un crecimiento esperado de 8.5% en 2021 según el FMI, el mayor de toda la región. Lo anterior, en un contexto de inflación que se acelera a 3.3% interanual en junio y supera el rango superior de tolerancia del Banco Central de 3%, lo cual se espera que sea transitorio, y que ha permitido mantener los estímulos monetarios agresivos, con la tasa de política monetaria aún en el mínimo histórico de 0.25%. En cuanto a las valorizaciones, el golpe de casi 21% en USD que ha sufrido la bolsa los últimos 3 meses, ha llevado a los ratios a niveles atractivos en términos históricos, con tanto la razón P/U *fwd.* como la razón P/VL bajo del promedio de los últimos 5 años. Dada la gran incertidumbre política que existe, la baja gobernabilidad proyectada en caso de asumir Pedro Castillo la presidencia el próximo 27 de julio, y la baja vacunación, que contrasta con una pandemia más controlada, una economía que se recupera apoyada por estímulos sin precedentes, y unas valorizaciones atractivas, se decide **mantener la exposición neutral a acciones peruanas.**

En **Argentina**, similar a la mayoría de los demás países de la región, la pandemia comienza a ceder en cuanto a contagios y muertes diarias, con un programa de vacunación que se acelera de manera considerable, alcanzando cerca de un 43% de inoculados con al menos una dosis, lo que sin embargo se reduce a 11% al considerar inmunizados. La situación fiscal del país se mantiene bajo presión, en donde si bien se evitó el default de la deuda con el Club de Paris luego de la promesa de pagar USD 430 millones, el acuerdo sería sólo momentáneo, finalizando en marzo de 2022, por lo que aún se debe avanzar en el pago del remanente de la deuda original de USD 2,400 millones, a lo que se suma lo adeudado al FMI de USD 45,000 millones. Por otra parte, la actividad económica volvió a caer en abril (-1.2% mensual), peor incluso a las expectativas, lo que muestra que la recuperación económica aún no avanza con firmeza. A esto, hay que agregarle el problema que mantiene Argentina con la inflación, la cual no entrega señales de retroceder, avanzando a 48.8% interanual en el último registro de mayo. En este contexto, la confianza del consumidor volvió a retroceder en junio a 34.6 pts., donde destacó la contracción de 8.5% mensual de la división de condiciones presentes. Por otro lado, las valorizaciones se mantienen atractivas a nivel local, con una razón P/U *fwd.* y P/VL bajo su promedio de 5 años, pero el país recientemente fue reclasificado como mercado *standalone* por MSCI desde su breve estadía en la clasificación de mercado emergente, debido a la severidad prolongada de los controles de capitales en el país, lo que dañará aún más la confianza de los inversionistas e implica flujos negativos para el país. El complicado contexto macroeconómico, la situación fiscal, la caída en la aprobación del gobierno ad-*portas* de las elecciones del 12 de septiembre (primarias) y 14 de noviembre (generales), la inflación aún descontrolada, y la salida del índice MSCI de mercados emergentes, nos llevan a mantener **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se aumenta el *UW* en acciones chinas

Se sigue moderando la velocidad de recuperación económica en **China**. Los PMI de manufactura y servicios se ubicaron en 51.3 y 50.3 pts. respectivamente, ambos manteniéndose en terreno de expansión económica, pero desacelerándose significativamente respecto al registro previo (52 y 55.1 pts. cada uno), y, además, sorprendiendo a la baja a los analistas. Lo anterior se suma a un menor impulso crediticio en el esfuerzo de las autoridades por evitar burbujas en el mercado inmobiliario y un sobrecalentamiento excesivo de la economía. Si bien comienzan a aparecer signos de un posible giro en la política monetaria, hacia una más expansiva, de

momento, no es nuestro caso base. Es importante acotar que a pesar de la desaceleración económica en el corto-mediano plazo, las perspectivas positivas de largo plazo se mantienen positivas.

Por otro lado, el ruido regulatorio permanece. En los últimos días se sumó la acusación a Didi que luego de su IPO en Estados Unidos fue enfrentada por la autoridad regulatoria por utilizar información de sus usuarios que no estaba permitida. Lo anterior generó caídas por hasta 20% en la acción. A lo anterior, se sumaron nuevas multas en contra de las grandes tecnológicas, Alibaba y Tencent, por aumentar “indebidamente” su poder de mercado. Si bien nuestro caso base sigue siendo que los ruidos regulatorios irán disminuyendo con el correr de los meses y tendrá un impacto positivo en el mercado chino en el largo plazo, también estimamos que seguirá siendo un factor de incertidumbre en el corto plazo.

Pero no todo es negativo. El proceso de vacunación en los últimos meses se ha acelerado y se han aplicado más de 1.4 dosis diarias por cada 100 habitante. A la fecha, se totalizan más de 90 dosis cada 100 habitantes y se espera que para fin de año un 80% de la población esté inoculada. Lo anterior seguirá impulsando el retorno a la normalidad y podría favorecer la reactivación del consumo que se ha visto retrasada respecto a la producción.

Con respecto al mercado, las acciones chinas registraron caídas marginales durante junio y nuevamente impulsaron un *underperformance* de emergentes relativo a desarrollados. Con lo anterior, cierran el primer semestre del año con un alza de apenas un 1% v/s el 12% de las acciones globales. Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas, con el P/U fwd. ubicándose una desviación estándar sobre su promedio de los últimos 5 años, mientras que, el P/VL bajo el mismo promedio. Con respecto a flujos, en el último mes se registraron salidas de ETF's por casi 2% del AUM. El ruido regulatorio, la desaceleración del crecimiento económico, el ajuste monetario y la salida de flujos **nos llevan a aumentar tácticamente la subexposición en acciones chinas** a pesar de que se mantienen las positivas perspectivas de largo plazo.

Asia Emergente ex China: Se mantiene en neutral la posición en acciones de Asia emergente ex China

La alta demanda de semiconductores sigue dando soporte a las perspectivas económicas y corporativas de Taiwán y Corea. Por su parte, India y el sudeste asiático se han visto afectados por continuas olas de covid-19 y restricciones. Lo anterior se refleja en los datos de PMI de junio, que se ubicaron en terreno de contracción económica en países como India y/o Tailandia. Además, el lento avance en los programas de vacunación modera las expectativas de una mejora en el *momentum* económico durante el tercer trimestre. Dado lo anterior, **se decide mantener la exposición neutral en acciones de Asia EM ex China.**

En **India** los casos continuaron disminuyendo durante junio con menos de 50 casos diarios por cada 100 habitantes. Sin embargo, el proceso de vacunación continúa avanzando lentamente y a la fecha se totalizan solo un 5.5% de la población está inmunizada, muy por debajo de las naciones desarrolladas y su par regional China. Lo anterior ha seguido moderando las expectativas económicas, y, para junio, los PMI de manufactura y servicios fueron de 48.1 y 41.2 pts. respectivamente. Por el lado positivo, los datos de inflación mostraron una disminución lo que podría permitir que el Banco de la Reserva mantenga los estímulos para seguir dando soporte a la reactivación. El peor *momentum* económico también ha repercutido en el sector corporativo, corrigiendo a la baja las estimaciones de crecimiento de utilidades para el 2021. Sin embargo, dada la baja base de comparación del 2020, se sigue estimando una expansión de las utilidades en torno a 40%. En tanto, las valorizaciones lucen caras, con la razón P/U fwd. y P/VL sobre su promedio de los últimos 5 años. Por otro lado, en cuanto a flujos, se registraron entradas netas a ETF por casi 5% del AUM en el último mes. Si bien las perspectivas económicas y corporativas se moderan para los próximos meses, con un lento avance del programa de vacunación, el mayor control de casos que se venía observando y flujos que comienzan a ser positivos, **nos llevan a mantener la exposición neutral en acciones indias.**

En los últimos días, los casos han llegado a niveles *record* en **Corea del Sur**. Sin embargo, al igual que para las olas anteriores, las autoridades han actuado rápidamente con cierres generalizados de las actividades, principalmente en la capital Seúl. Dado lo anterior, y en el marco de avances programas de vacunación, se espera que el impacto económico sea moderado. Por su parte, la demanda de automóviles sigue siendo alta al igual que la demanda de productos tecnológicos. Lo anterior seguirá impulsando el sector exportador coreano durante los próximos meses. Con respecto a la política monetaria, la inflación comenzó a moderarse en junio y cayó 0.1%

mensual, llevando el registro anual a 2.4% (sobre la meta de 2%). El Banco de Corea estima que el aumento en los precios de los consumidores será transitorio y de momento mantendría el estímulo monetario. En tanto, las expectativas utilidades corporativas se ha seguido corrigiendo al alza y actualmente se estima una expansión en torno a 100% para el 2021. En cuanto a valorizaciones, estas lucen ajustadas a su promedio de los últimos 5 años en la razón P/U fwd., pero más de dos desviaciones estándar sobre el mismo promedio en la razón P/VL. Finalmente, en cuanto a flujos, se registraron salidas netas de ETF's en el último mes por más de 4% del AUM. A pesar de las alzas de casos de covid-19, la economía coreana ha mostrado alta resiliencia y se seguirá beneficiando de la alta demanda de semiconductores a nivel global, dado lo anterior **se decide mantener la sobreexposición en acciones coreanas.**

Luego del aumento de casos diarios en **Taiwán** en las semanas previas, la situación se controló. Sin embargo, el programa de vacunación avanza lentamente lo que lo hace vulnerable a una nueva expansión de la pandemia. No obstante, la economía taiwanesa continuará beneficiándose de la alta demanda de productos tecnológicos y semiconductores a nivel global. En este escenario, el PMI de manufactura se mantuvo en terreno de expansión económica y registró 57.6 pts. durante junio (menor a los 62 pts. de mayo). Con respecto al sector corporativo, se han seguido corrigiendo al alza las utilidades para el 2021 y actualmente se espera una expansión sobre 45%. En tanto, las valorizaciones lucen caras con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose sobre su promedio de los últimos 5 años. Por su parte, en cuanto a flujos se registraron entradas netas a ETF's en el último mes por casi 2% del AUM. Si bien las perspectivas económicas y corporativas siguen siendo positivas, valorizaciones que se encarecen nos llevan a mantener cautela y **seguir con el neutral en acciones taiwanesas.**

Finalmente, en el **sudeste asiático**, el *outlook* económico se continúa deteriorando con una pandemia que se sigue expandiendo y un lento avance en los programas de vacunación. Lo anterior, seguramente, impactará en una recuperación tardía del sector turístico lo que afecta con especial énfasis a la región. En este escenario, el PMI del bloque económico se ubica por debajo de pares regionales con países como Malasia entrando en terreno de contracción económica y registrando menos de 40 pts. en junio. Por el lado positivo, la inflación se mantiene controlada lo que permitirá a los bancos centrales mantener una política monetaria expansiva para seguir dando soporte a la reactivación económica. En cuanto al sector corporativo, la tendencia ha seguido a las perspectivas económicas y las expectativas de utilidades de las compañías se han reducido en los últimos meses. Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas, dependiendo del país que se analice, pero no lucen atractivas. En cuanto a flujos, se registraron entradas netas a ETF's en el último mes por casi 3% del AUM. Dado que las expectativas económicas y corporativas se deterioran, **se decide neutralizar la exposición en el sudeste asiático** desde el *overweight* que se mantenía.

EMEA: Se mantiene el *underweight*

Luego de liderar en términos de rentabilidades el primer semestre, los próximos meses lucen desafiantes para la región. Las alzas en las materias primas se comienzan a moderar y la inestabilidad macroeconómica y política se mantiene. Por su parte, si bien algunos destacan con programas de vacunación exitosos, otros quedan rezagados. Dado lo anterior **se decide mantener la subexposición a acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África.**

En **Sudáfrica**, los casos han venido aumentando en las últimas semanas totalizando más de 200 diarios cada millón de habitantes. A lo anterior, se suma un lento avance en los programas de vacunación lo que ha generado nuevas restricciones a la movilidad que probablemente impactarán en la recuperación económica. A pesar de lo anterior, la actividad manufacturera se mantiene con un alto dinamismo y el PMI de manufactura de junio se ubicó en 57.4 pts., manteniéndose en terreno de expansión económica. Con respecto al sector corporativo, las utilidades esperadas para el 2021 se han corregido a la baja, pero de igual forma se espera una expansión cercana al 80%. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose bajo su promedio de los últimos 5 años. Con respecto a flujos, se han registrado entradas netas a ETF's por casi 2% del AUM. Si bien las perspectivas económicas y corporativas se ven afectadas por la nueva ola de covid-19, valorizaciones atractivas y una actividad manufacturera que se mantiene con un alto dinamismo, **nos llevan a mantener el neutral en acciones sudafricanas.**

Durante junio, el precio del petróleo continuó aumentando en línea con las expectativas de la reactivación económica global. Lo anterior siguió beneficiando a los países exportadores del *commodity* como **Rusia**. A pesar de lo anterior, el PMI manufacturero cayó a terreno de contracción económica y marcó 49.2 pts. durante junio. Un aumento de casos y alza en los precios de los productores explicarían principalmente lo anterior. En cuanto al sector corporativo, el alza en el precio del petróleo sigue impulsando al alza las utilidades esperadas para el 2021 y actualmente se espera una expansión en torno al 120%. Por su parte, las valorizaciones no lucen atractivas y se ubican sobre su promedio de los últimos 5 años. A pesar de lo anterior, el alza en el precio del petróleo, los programas de vacunación que avanzan en sus principales socios comerciales y utilidades esperadas positivas, **nos llevan a mantener la sobreexposición en acciones rusas**.

Luego de un aumento de casos en los últimos meses en **Turquía**, estos disminuyeron en las últimas semanas, en línea con los países de la región. Lo anterior ha permitido levantar las restricciones a la movilidad dando soporte a la reactivación económica. Además, el proceso de vacunación comienza a acelerarse llegando a aplicar hasta 1.4 dosis diarias por cada 100 habitantes en los últimos días. En este escenario, el PMI manufacturero de junio entró en terreno de expansión económica y registró 51.3 pts. Sin embargo, es importante acotar que la incertidumbre económica y política derivada de las acciones del presidente Recep Erdogan, como, por ejemplo, cambiar en 3 ocasiones al gobernador del Banco Central, sigue elevando la incertidumbre en el país. Con respecto al sector corporativo, se sigue esperando una expansión de las utilidades en torno al 40% para el 2021 y 20% para el 2022. Por su parte, las valorizaciones lucen bajo su promedio de los últimos 5 años tanto en P/U fwd. como P/VL. Con respecto a flujos, se registran entradas netas e ETF's por 7% del AUM. Si bien las perspectivas económicas mejoran en línea con avances de la vacunación y un mayor control de la pandemia, la alta incertidumbre política y macroeconómica del país **nos llevan a mantener la subexposición en acciones turcas**.

Se mantiene la exposición neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Los avances en los programas de vacunación, el mayor control de la pandemia y una moderada recuperación del sector turístico comienzan a impulsar las perspectivas económicas. Sin embargo, valorizaciones poco atractivas **nos llevan a mantener cautela**.

Por último, **Arabia Saudita** se siguió beneficiando de aumentos en el precio del petróleo. A su vez, las perspectivas económicas para el sector no petrolero siguen mejorando y el PMI de junio llegó a máximos desde enero impulsado por una mayor creación empleo y aumento en los nuevos pedidos. Lo anterior ha impulsado las perspectivas corporativas y se estima una expansión de las utilidades en torno a 80% (v/s 74% mes previo) para el 2021. No obstante, las valorizaciones lucen caras y tanto en la razón P/U fwd. como P/VL se ubican sobre su promedio de los últimos 5 años. Dado lo anterior, **se decide mantener la exposición neutral en acciones saudíes**.

Renta Fija

US Treasuries: overweight bonos nominales, neutral en TIPS

Si bien el riesgo inflacionario aún existe, y la discusión respecto al carácter transitorio o estructural de las presiones inflacionarias se mantiene, las expectativas inflacionarias habrían alcanzado un punto en el cual no se justifica seguir apostando a sorpresas mayores, lo cual, sumado a la posición en oro que actúa como refugio en caso de aumentos de precios, nos lleva a reducir el *OW* en TIPS a neutral y aumentar a un leve *OW* la posición en *US Treasuries* nominales.

US Mortgages: neutral

Como ha sido la tónica los últimos meses, la tendencia es favorable respecto a la recuperación del mercado laboral estadounidense, pero los datos más recientes confirman la tesis de que dicha recuperación no sería tan robusta, con la tasa de desempleo subiendo a 5.9% en junio desde el 5.8% anterior, y unas solicitudes de beneficios por desempleo que aún no alcanzan el nivel pre pandemia. En este contexto, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

El menor *yield* ajustado por riesgo respecto a otras subclases de activos, sumado a una duración cercana a 9 años y a *spreads* comprimidos en un contexto de tasas largas que se espera que suban o al menos que no caigan de manera considerable, nos llevan a mantener la subexposición en *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 (3.7 años), por lo que se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

La mejor calidad crediticia viene acompañada de un *yield* ajustado por riesgo muy poco atractivo (cerca a 0.1%), además de una alta duración, en un escenario en que las tasas de *default* no se vislumbran como uno de los principales problemas a considerar, lo cual permite apostar por un mayor *yield* a pesar del mayor riesgo de crédito. Por esto, la subclase no demuestra un atractivo interesante respecto a otras alternativas, lo que nos lleva a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

El mayor *yield* ajustado por riesgo atractivo relativo a otras alternativas, además de una menor duración, en un contexto de mejoría esperada producto del control de la pandemia en el continente, nos llevan a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

Similar a casos anteriores, la subclase de activo tiene una duración superior a otras alternativas, junto a uno de los menores *yield* (0.1%) de la muestra, 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

El proceso de búsqueda de *yield* en un contexto global de tasas base bajas y *spreads* comprimidos a mínimos históricos, favorece los papeles corporativos por sobre los soberanos, al considerar además la duración superior de los últimos. En este sentido, 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 – julio 2021

Monedas	Bench.	Junio	Julio	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	40.3%	43.2%	OW	0.9%	+
EUR	16.9%	15.7%	15.8%	UW	-1.1%	+
GBP	1.4%	2.4%	2.2%	OW	0.9%	-
JPY	6.9%	3.0%	2.5%	UW	-4.4%	-
GEMs	32.6%	38.5%	36.3%	OW	3.7%	-
	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 – junio 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%	65%	15%	1.0%	0.48%	0.6%	6.4	-6.3
Renta Fija	50%	30%	-20%	0.1%	0.05%	0.1%	8.5	3.0
Caja	0%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	5%	5%	-7.2%	0.0%	-0.4%	-38.7	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					0.53%	0.26%	-23.7	-3.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-27.0
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	-1.2%	-0.15%	-0.16%	-1.7	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	-3.1%	-0.05%	-0.06%	-2.0	
UK	2.7%	3.5%	0.8%	-2.6%	-0.07%	-0.09%	-2.8	
US Large Cap Growth	14.2%	12.0%	-2.2%	6.8%	0.97%	0.82%	-12.9	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	-1.0%	-0.15%	-0.16%	-2.0	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	1.4%	0.06%	0.06%	0.0	
Japan	5.2%	2.5%	-2.7%	-0.4%	-0.02%	-0.01%	3.6	
Desarrollados	54.7%	52.9%	-1.8%	1.1%	0.60%	0.40%	-17.8	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	2.4%	0.10%	0.17%	4.2	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	3.5%	0.03%	0.07%	3.1	
China	13.4%	12.0%	-1.4%	-0.3%	-0.04%	-0.04%	1.8	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	2.7%	0.09%	0.09%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	7.5%	-1.0%	2.0%	0.17%	0.15%	-1.0	
Emergentes	45.3%	47.1%	1.8%	0.8%	0.36%	0.46%	8.1	
Equities					0.96%	0.86%	-9.7	
US Govt Agencies	10.2%	9.0%	-1.2%	0.6%	0.07%	0.06%	-0.6	
US TIPS	1.3%	3.0%	1.7%	0.6%	0.01%	0.02%	0.9	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	1.6%	0.12%	0.10%	-1.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	1.3%	0.02%	0.06%	3.5	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	0.4%	0.07%	0.05%	-1.8	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.6%	0.00%	0.02%	1.5	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-1.3%	-0.11%	-0.05%	6.4	
Deuda Desarrollados	56.6%	51.3%	-5.3%	0.3%	0.18%	0.26%	8.3	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	1.4%	0.08%	0.08%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	0.1%	0.01%	0.01%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.9%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	0.5%	0.03%	0.05%	1.9	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	-1.2%	-0.23%	-0.23%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	-0.2%	-0.08%	-0.05%	1.9	
Fixed Income					0.10%	0.20%	10.1	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de junio de 2020

En junio el portafolio del TAACo global rentó 0.3%, 27 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Tanto la asignación de activos como la selectividad destruyeron valor en el portafolio, siendo el oro la posición que más restó a la cartera al caer 7.2% durante el mes.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 0.9%, 10 pbs. menos que el desempeño del *benchmark*. La sobreexposición a América Latina y el *underweight* en China no lograron compensar el efecto de la subexposición en *US Large Cap Growth* (que rentó 6.8% en junio).

En cuanto a la cartera de renta fija, la cartera del TAACo rentó 0.2%, 10 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó valor el *overweight* en productos de *spread* (HY en US, Europa y EM Corporate), así como la posición corta en *Japan Broad*.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	0.3%	4.9%	5.3%	23.0%	8.4%	8.3%	5.1%	7.5%	9.5%
Benchmark	0.5%	4.2%	4.1%	19.9%	8.0%	7.5%	4.5%	5.8%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	-27	67	119	308	42	80	59	172	
Acciones	0.9%	6.9%	10.2%	39.8%	11.2%	12.0%	6.5%	5.7%	14.2%
Benchmark	1.0%	6.6%	10.2%	38.6%	11.0%	11.8%	6.2%	5.0%	14.0%
Europe ex UK	-1.2%	6.7%	10.0%	33.7%	8.8%	9.6%	3.8%	4.2%	16.3%
Europe Small Cap ex UK	-3.1%	6.1%	10.7%	48.8%	10.2%	13.2%	7.6%	11.3%	19.6%
UK	-2.6%	5.1%	10.4%	26.6%	-2.1%	1.5%	-0.3%	0.5%	16.8%
US Large Cap Growth	6.8%	12.8%	13.3%	43.3%	26.1%	23.9%	17.6%	--	16.5%
US Large Cap Value	-1.0%	4.6%	14.1%	33.9%	8.6%	8.3%	8.1%	5.1%	15.0%
US Small Caps	1.4%	4.9%	18.1%	59.6%	13.3%	15.0%	11.5%	11.9%	20.4%
Japan	-0.4%	-0.5%	0.3%	22.6%	5.1%	8.1%	5.1%	2.8%	12.9%
Desarrollados [1]	1.5%	7.7%	13.0%	39.0%	15.0%	14.8%	10.7%	8.9%	14.7%
LatAm	2.4%	13.8%	6.9%	40.4%	1.9%	2.9%	-5.2%	6.7%	28.3%
LatAm Small Cap	3.5%	17.3%	12.3%	48.8%	7.0%	6.5%	-5.0%	10.0%	30.8%
China	-0.3%	1.4%	1.2%	25.7%	8.0%	14.6%	5.2%	10.6%	18.1%
EM Asia ex China	0.1%	5.1%	10.0%	55.7%	15.4%	14.8%	6.9%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	2.7%	10.1%	20.0%	63.4%	11.0%	10.7%	3.9%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	2.0%	10.0%	16.4%	31.9%	4.6%	5.2%	-4.9%	4.1%	18.4%
Emergentes [1]	0.2%	5.0%	7.4%	40.9%	11.3%	13.0%	4.3%	12.7%	16.2%
Renta fija	0.2%	2.0%	-1.3%	4.5%	5.0%	3.6%	2.8%	6.6%	5.3%
Benchmark	0.1%	1.7%	-1.8%	3.2%	4.4%	2.9%	2.4%	5.7%	5.1%
US Govt Agencies	0.6%	1.7%	-2.6%	-3.2%	4.7%	2.2%	2.8%	5.2%	4.0%
US TIPS	0.6%	3.2%	1.7%	6.5%	6.5%	4.2%	3.4%	6.6%	3.5%
US Mortgages	0.0%	0.3%	-0.8%	-0.4%	3.8%	2.3%	2.6%	5.3%	2.1%
US Corps	1.6%	3.5%	-1.3%	3.3%	7.8%	4.9%	5.2%	7.3%	5.9%
US High Yield	1.3%	2.7%	3.6%	15.4%	7.4%	7.5%	6.7%	9.8%	7.4%
Europe Broad	0.4%	-0.4%	-2.3%	0.4%	2.6%	1.4%	4.0%	5.5%	3.3%
Europe High Yield	0.6%	1.4%	3.6%	11.9%	5.0%	5.0%	6.6%	9.2%	7.9%
Japan Broad	-1.3%	-0.1%	-7.2%	-2.9%	0.2%	-1.8%	-1.7%	2.5%	7.5%
Deuda Desarrollados [1]	0.5%	1.2%	-1.6%	1.7%					
EM Sovereign IG	1.4%	3.2%	-2.0%	3.6%	7.7%	4.9%	5.2%	9.2%	7.0%
EM Sovereign HY	0.1%	5.2%	0.6%	12.3%	4.3%	3.4%	5.2%	10.8%	12.7%
EM Corporate IG	0.9%	1.1%	-0.6%	4.3%	6.9%	4.9%	4.9%	--	4.6%
EM Corporate HY	0.5%	2.4%	2.2%	12.4%	8.5%	7.4%	6.3%	--	8.4%
EM Local Markets	-1.2%	3.6%	-1.6%	8.3%	4.7%	3.6%	0.4%	--	11.1%
Deuda Emergentes [1]	-0.1%	3.0%	-0.8%	7.4%					
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	-7.2%	4.3%	-6.6%	-0.3%	12.1%	5.9%	1.6%	12.6%	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	20.0x	14.6x	2.0%	3.2x	2.2x	79%	10%	15%	0.3
US	22.5x	15.6x	1.0%	4.8x	2.8x	53%	11%	28%	0.4
Europe	16.1x	12.9x	3.0%	2.1x	1.8x	187%	9%	9%	0.1
Japan	16.3x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	63%	11%	7%	0.3
EM	14.2x	11.5x	3.0%	2.1x	1.8x	61%	9%	12%	0.2
China	15.8x	11.9x	2.0%	2.2x	2.0x	16%	17%	11%	1.0
S.Korea	11.5x	9.8x	2.0%	1.5x	1.2x	99%	4%	14%	0.1
Taiwan	16.5x	14.3x	3.0%	2.8x	1.9x	46%	1%	18%	0.4
India	21.8x	16.7x	1.0%	3.5x	3.2x	38%	14%	13%	0.6
Indonesia	14.2x	13.9x	3.0%	2.2x	3.4x	21%	20%	16%	0.7
Malaysia	13.2x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	69%	-6%	11%	0.2
Thailand	18.1x	12.7x	3.0%	2.0x	2.0x	27%	15%	9%	0.7
Philippines	17.7x	16.1x	2.0%	1.8x	2.5x	55%	26%	8%	0.3
S.Africa	9.8x	12.4x	5.0%	1.9x	2.5x	77%	14%	17%	0.1
Russia	7.6x	6.5x	8.0%	1.2x	1.1x	118%	3%	13%	0.1
Turkey	5.4x	8.5x	8.0%	1.0x	1.5x	40%	20%	16%	0.1
S.Arabia	18.9x	14.0x	3.0%	2.6x	2.3x	81%	9%	28%	0.2
UAE	13.5x	11.0x	4.0%	1.5x	1.4x	8%	16%	11%	1.7
Brazil	9.7x	10.9x	5.0%	2.4x	1.8x	219%	-6%	21%	0.0
Mexico	14.6x	15.1x	3.0%	2.1x	2.7x	130%	10%	23%	0.1
Chile	14.5x	15.8x	3.0%	1.4x	2.0x	96%	16%	14%	0.2
Colombia	11.4x	13.6x	4.0%	1.1x	1.6x	207%	35%	19%	0.1
Peru	12.0x	12.5x	3.0%	1.8x	3.1x	746%	21%	20%	0.0
Argentina	27.9x	11.1x	0.0%	1.9x	1.8x	NM	19%	6%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 30 de junio 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.