

TAACo Global	Desempeño							Desde inicio * **	Volatilidad 5 años *
	Julio	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*		
TAACo	-0.5%	1.7%	4.8%	17.1%	7.6%	7.6%	5.0%	7.5%	9.4%
Benchmark	-0.4%	1.5%	3.6%	14.7%	7.2%	6.8%	4.4%	5.8%	8.8%
Out/Underperformance (bps)	-4	29	115	243	42	80	62	171	
Acciones	-1.5%	1.6%	8.6%	29.2%	9.8%	10.7%	6.5%	5.6%	14.1%
Benchmark	-1.7%	1.1%	8.4%	28.5%	9.4%	10.5%	6.2%	4.9%	14.0%
Renta Fija	0.6%	1.6%	-0.7%	2.7%	4.9%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.8%	1.7%	-1.0%	1.8%	4.5%	2.9%	2.3%	5.8%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	3.6%	3.3%	-3.3%	-7.1%	14.4%	6.4%	1.1%	12.9%	13.4%

Resultados al 31 de julio de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Entre luces y sombras.....1

Posicionamiento TAACo Global.....3

Resultados15

Desempeño.....16

Valorizaciones17

Entre luces y sombras

La economía y mercados globales se debaten entre los vientos a favor y en contra que deben enfrentar en los próximos seis a doce meses. Entrando de lleno al segundo semestre y entre las grandes preguntas surgen: (i) Predominará la robusta recuperación o la propagación de la variante Delta y otras del Covid-19?; (ii) Salto en la inflación: ¿Transitorio o permanente?; y (iii) ¿A qué nivel llegará el intervencionismo estatal en China?

Crecimiento e inflación. –

Como venimos sosteniéndolo desde hace un año, las economías de las diferentes regiones del mundo se encuentran en distintas etapas del ciclo económico, y también del monetario. China comenzó a ajustar su política monetaria desde hace un año, apuntando sobre todo a la inversión inmobiliaria para evitar un recalentamiento, y actualmente vuelve gradualmente a un ciclo expansivo. El primer paso fue rebajar la tasa de encaje bancario, lo que apunta directamente a las pequeñas empresas y que suele anticipar una baja en las tasas de interés en los siguientes seis a doce meses.

Europa -por su parte- se mantiene en un positivo *momentum* económico, y las señales son que mantendría la política monetaria expansiva. A pesar de que la inflación podría llegar superar la meta de 2% anual en el segundo semestre, es de esperar que en adelante los aumentos en precios pierdan fuerza. Los efectos de los recortes en impuestos se irán diluyendo; además, el mercado laboral aún muestra debilidad.

Por último, en los Estados Unidos, luego de haber alcanzado el *peak* de crecimiento, con presiones inflacionarias evidentes, el Fed o banco central de ese país, se apronta a comenzar a frenar en el mediano plazo la compra de activos que se implementó para garantizar la liquidez de la economía (*tapering*). Se está anunciando con mucha cautela y anticipación para evitar una reacción violenta de aversión al riesgo; es más, dado que prevalece cierto grado de fragilidad en la recuperación, el Fed -sin dejar de estar atento- preferiría esperar a confirmar el grado de intensidad de las presiones inflacionarias antes de entrar de lleno en un ciclo de política monetaria restrictiva (lo que se denomina “estar detrás de la curva”).

El surgimiento de nuevas variantes del covid-19, representa un “bache” en la recuperación económica global. Sin embargo, no se llegaría al nivel de disrupción del primer semestre de 2020, ya que la economía, como en muchos otros ámbitos, se adaptó y sigue haciéndolo, a funcionar en pandemia y, además, existen las vacunas, que se irían perfeccionando. Finalmente, hasta el momento la evidencia indica es que la gravedad de las nuevas variantes está directamente relacionada con las personas no vacunadas.

Economías y mercados globales se debaten entre vientos a favor y en contra

China vuelve gradualmente a un ciclo expansivo. El primer paso fue reducir la tasa de encaje bancario

Europa mantiene un positivo *momentum* económico y las señales indican que mantendrá la política monetaria expansiva

El Fed se apronta a comenzar a frenar en el mediano plazo la compra de activos que implementó para garantizar la liquidez de la economía (*tapering*)

El surgimiento de nuevas variantes de covid-19 no implicaría el nivel de disrupción del primer semestre del 2020

Entonces, luego del fuerte salto en la actividad viene una moderación en las tasas de crecimiento económico y de las utilidades corporativas, pero lejos de una contracción. La política monetaria y fiscal se iría manejando de acuerdo con el ciclo en que esté cada país/región y de factores idiosincráticos.

Política monetaria y fiscal se iría manejando de acuerdo al ciclo en que esté cada país/región

Inflación y tasas de interés. –

La moderación del crecimiento, en los próximos tres a seis meses debiera frenar las presiones al alza en los precios y también en las tasas de interés. Ello, en un contexto, además, de tasas de interés reales negativas en las economías más grandes del mundo. El incremento de las tasas de interés nominales que se han dado en Estados Unidos en lo corrido del año responde al aumento en las expectativas inflacionarias. Desde mayo, con el reflote de la discusión sobre el retiro de los estímulos monetarios, las tasas moderaron las alzas e incluso bajaron. Es de esperar que sólo si la inflación esperada llega y se mantiene sobre 2.5% anual, el banco central estadounidense adoptaría medidas antiinflacionarias (*hawkish*). Pero cabe recordar de muchas tasas de interés reales siguen en niveles negativos, por lo que existe espacio para alzas de tasas de interés nominales.

Hay que recordar que muchas tasas de interés reales siguen en niveles negativos, por lo que hay espacio para alzas en tasas nominales

La curva de tasas de interés de Estados Unidos (tasas de interés de mercado a diferentes plazos) reflejan que se espera que las tasas de largo plazo subirán (mayor pendiente). Para los estándares recientes, la forma de la curva está volviendo a lo normal; no obstante, históricamente la pendiente de la curva aumenta significativamente antes que el Fed se acerque a la primera alza de la tasa de interés de referencia luego de una recesión. Con la actual política de tasa de interés cero, esto significa que la parte más larga de la curva subirá aún más antes que se comience a implementar una política monetaria restrictiva (alza de tasas de interés).

China. –

Desde el año pasado y de diferentes maneras el gobierno chino está dejando claro que el gobierno de Xi Jinping apunta a una economía mixta entre el estatismo, mercado y apertura al mundo, en el cual el estado seguirá “manteniendo el control”. A las trabas puestas a planes de expansión de diferentes plataformas digitales de variados ámbitos, se sumó la publicación una campaña en los medios estatales contra los videojuegos.

El gobierno de Xi Jinping apunta a una economía mixta entre estatismo, mercado y una apertura al mundo, en la cual el estado seguirá “manteniendo el control

Lo anterior significa un riesgo regulatorio/político que se debe incorporar en el análisis de los activos chinos y en ciertos sectores específicos. Es complicado predecir hasta dónde llegará el intervencionismo, si ello significa un cambio en el rumbo de China y significará un obstáculo para su integración al mundo o si el gobierno lo manejará para lograr un balance entre el libre mercado y apertura y el intervencionismo. Lo que sí es evidente es que Xi Jinping es un líder que pretende alcanzar el poder y manejo del país no visto desde Mao.

Lo anterior significa un riesgo regulatorio/político que se debe incorporar en el análisis de los activos chinos

De lo anterior se desprende nuestra postura en cuanto a la asignación de activos. Dados,

- (i) los bajos niveles de tasas de interés, estímulos monetarios y fiscales en curso (Europa), aumentando (China), en una etapa temprana de anuncio de reversión (Estados Unidos),
- (ii) tasas de interés reales bajas históricamente o negativas,
- (iii) una moderación de la actividad económica global que bajará las presiones inflacionarias y las alzas en las tasas de intereses,

Reafirman nuestra postura de favorecer las acciones respecto de los bonos, selectivamente en activos sobre castigados y/o rezagados y una posición en oro con el objetivo de cobertura frente a los riesgos presentes. Entre ellos, alzas en la inflación y tasas de interés mayores y más rápidas de lo esperado y resurgimiento disruptivo de nuevas variantes de covid-19, entre las que lucen más probables.

Posicionamiento de la cartera – agosto 2021

TAACo Global	Bench.	Julio	Agosto	OW / UW	Cambio	
Acciones	50%	60%	60%	OW	10%	
Renta Fija	50%	35%	35%	UW	-15%	
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%	4.2%	OW	1.5%	0.7% +
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N		
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%	1.5%	1.5%	UW	-3.7%	
Mercados desarrollados	54.7%	54.1%	54.8%	OW	0.1%	0.7% +
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%	10.8%	13.4%	N		2.6% +
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%	4.2%	UW	-4.3%	-3.3% -
Mercados emergentes	45.3%	45.9%	45.2%	UW	-0.1%	-0.7% -
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%			
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	10.7%	OW	0.5%	
US TIPS	1.3%	1.3%	1.3%	N		
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 mantiene el 60% de exposición a acciones y el 35% de renta fija. Se asigna 5% a oro, sin exposición a caja

Se mantiene el OW Europa y se aumenta el OW de UK

US: large cap growth en neutral y OW value

UW en Japón

OW en Latinoamérica

Se neutraliza China desde UW y se mantiene neutral EM Asia ex China

Se aumenta UW en EMEA

Leve OW Treasuries y neutral en TIPS

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 agosto la cartera del TAACo Global mantiene la sobreexposición a acciones en 60%, la sube exposición en renta fija en 35% y la asignación de 5% en Oro ante una posible expansión de la variable delta y/o un aumento en las expectativas inflacionarias. Se mantiene la cartera sin exposición a caja.

Dentro de la cartera de renta variable, se decide mantener la sobreexposición en Europa y aumentar la sobre exposición en Reino Unido, que se beneficiarían de mayores avances en los programas de vacunación y la reactivación económica de los próximos meses. Con respecto a Estados Unidos, se mantiene el OW en *US Large Cap Value* y el neutral en *US Large Cap Value* y *US Small Cap*. Dentro de emergentes, se neutraliza desde UW la exposición en acciones chinas, aumentando la subexposición a acciones de EMEA.

En Renta Fija se mantiene sin cambios la asignación. Con un leve OW en US Govt y favoreciendo productos de spread.

Renta Variable

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

La propagación de la variante delta de covid-19 no logra frenar el buen *momentum* económico en la región. La economía se adapta a vivir con la pandemia en la medida que avanza la vacunación, apoyada por aún amplios estímulos fiscales y monetarios.

Durante el segundo trimestre del año la Euro Zona creció 2% trimestral (13.7% YoY), superando las expectativas y poniendo fin a la recesión técnica (2 trimestres consecutivos de contracción económica). El crecimiento fue impulsado por una rotación desde el sector de manufacturas al de servicios. Las economías del sur del continente, que dependen fuertemente de los servicios y el turismo, como Italia y España, crecieron sobre los estimados entre abril y junio. Italia, con un crecimiento de 2.7% trimestral (vs. 1.3% esperado), y España, que creció 2.8% (vs. 2.1% estimado), tuvieron relajamientos tempranos de las restricciones de movilidad, lo que permitió una rápida recuperación durante el trimestre. Al contrario, Alemania quedó rezagada con un crecimiento de 1.5% trimestral, que decepcionó; el país ha sido más estricto con las medidas sanitarias para frenar la pandemia, manteniendo restricciones hasta finales de mayo, y a la vez, la dependencia de las manufacturas ha sido un factor en contra del crecimiento. La escasez de suministros y en especial de microchips, ha frenado la expansión de la industria automotriz, una de las más grandes en Alemania. Para el segundo semestre del año se espera que la Euro Zona continúe su senda de recuperación, en base a una reactivación económica que está permitiendo que el consumo se rebalancee hacia los servicios desde los bienes. Al finalizar el año el bloque lograría recuperar su nivel de producto prepandemia, aunque países con mayor sesgo manufacturero, como Alemania, podrían seguir presionados por las disrupciones en las cadenas de suministros.

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 2.2% anual en julio (el mayor registro desde noviembre de 2018), sobre la meta del Banco Central Europeo (BCE). La autoridad monetaria acordó en la reunión de julio perseguir un objetivo de inflación simétrico de 2% a mediano plazo, tolerando que los precios aumenten más de 2% en forma temporal y decidió mantener una política monetaria expansiva hasta al menos 2023, con 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 59.8 pts. en julio, el mejor registro en al menos 5 años. Por su parte, el sector manufacturero baja a 62.8 pts. en julio desde 63.4 pts. en junio, aunque aún se mantiene ampliamente sobre el umbral de expansión/contracción del sector (50 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 ampliamente al alza durante el primer semestre y para este año se espera que las utilidades crezcan cerca de 50% (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 similar a las globales, pero aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. Dado que los países europeos están aún en etapa de consolidar la recuperación económica, los datos económicos y resultados corporativos aún tienen margen para seguir sorprendiendo al alza. 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, estímulos fiscales y monetarios que se mantendrían por tiempo prolongado, alto porcentaje de la población inmunizada, 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 aumenta el *overweight* de la posición

El país tuvo un fuerte aumento de los contagios de covid-19 por variante delta durante junio, el cual tuvo un *peak* con más de 50 mil casos diarios a mediados de julio, justo en momentos en que se iniciaba la reapertura de la economía. A pesar de ello, teniendo un 70% de la población vacunada con una dosis y un 58% ya inmunizada, las hospitalizaciones y muertes se han mantenido acotadas, y en las últimas semanas -contra todo pronóstico- los contagios han comenzado a descender incluso con el aumento en la movilidad. De esta forma, el país entra en una etapa de “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el coronavirus y siendo un ejemplo para el resto de los países a nivel global.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados como medidas contra cíclicas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica, el país ha sorprendido positivamente y se ha recuperado más rápido de lo esperado. A mayo pasado el PIB se encontraba sólo 3% bajo los niveles prepandemia, el cual 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 retroceso luego de alcanzar niveles récord en mayo, se mantienen holgadamente sobre los 50 pts. En concreto, los PMI de servicios y de manufacturas se ubicaron en julio en 57.8 y 60.4 pts. respectivamente.

Por su parte, la inflación ha continuado aumentando y en junio registró 2.5% interanual, superando la meta (el nivel más alto desde septiembre 2018). Al igual que en otros países, efectos de base de comparación, aumento en los precios de la energía e insumos ha presionado el nivel de precios, a lo que se suman aumentos en los salarios debido a la escasez de mano de obra inmigrante por las restricciones del *Brexit*. La rápida recuperación económica ha llevado a que el mercado laboral comience a lucir ajustado. Presiones en los precios por parte de los salarios y el aumento de los costos de producción 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, lo anterior, 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, 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 70%, 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.

Debido al alto porcentaje de población inmunizada y la favorable evolución que han mostrado los contagios a pesar de la reactivación económica es que se han corregido al alza las expectativas de crecimiento económico y de utilidades. Por tanto, en busca de favorecer activos que aún se encuentran rezagados y que tienen potencial de *upside* mientras la economía se adapta a una nueva normalidad, así como por un sector corporativo que luce saludable y valorizaciones atractivas **se decide aumentar la sobreexposición a acciones británicas**.

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

La recuperación económica habría alcanzado un *peak* durante el segundo trimestre de año y en lo que resta de 2021 habría una moderación de los datos económicos en la medida que se comienzan a desvanecer los efectos de los estímulos fiscales. Entre abril y junio la economía creció 6.5% anualizado, menor que las expectativas, pero recuperando el nivel de producto prepandemia y con el consumo acelerándose respecto al trimestre previo.

Durante el segundo semestre la economía continuará impulsada por la eficiencia de la vacunación (un 50% de la población ya está inmunizada) y por estímulos monetarios que mantendrán favorables las condiciones de liquidez. El Fed ha anunciado que continuará dando soporte a la economía el tiempo que sea necesario para que el empleo se recupere 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 1.23% al cierre de julio -e incluso llegara a 1.17% la primera semana de agosto- 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 de acciones *growth* subió 3.2% durante junio, dejando nuevamente rezagadas a las acciones tipo *value* (que subieron solo 1% en el mes).

Respecto a la recuperación económica, como ya se comentó habría alcanzado un *peak* durante el primer semestre y se espera que durante esta segunda mitad del año el crecimiento modere su ritmo, lo que ya estaría internalizado en los precios. De esta forma el índice de sorpresa económica retrocede a un nivel neutral ante datos económicos que reportan prácticamente en línea con las expectativas.

Por el lado laboral, la situación mejora, pero no lo suficiente como para que el Fed anuncie aún la reversión de los estímulos monetarios. En julio la creación de empleo superó las expectativas y adicionó 943 mil nuevos puestos de trabajo, llevando a que la tasa de desempleo cayera a 5.4%, el menor nivel en 16 meses. La mayor contribución a la creación de empleo provino de sectores relacionados a servicios como entretenimiento, turismo y restaurantes en la medida que el relajamiento de las restricciones de movilidad han aumentado fuertemente la demanda por actividades fuera del hogar. No obstante, hay que ser cautelosos con proyectar nuevas mejoras del mercado laboral de similares magnitudes, pues el reciente aumento de los contagios por variante delta podría llevar a un estancamiento de la recuperación.

Por su parte, los estímulos fiscales continuarán dando soporte al crecimiento, aunque en menor magnitud de lo estimado inicialmente. Los programas de apoyo al empleo terminan en septiembre, aunque en muchos estados con gobernadores republicanos los han terminado anticipadamente para impulsar el empleo. Por su parte, Joe Biden trabaja para lograr un acuerdo con los republicanos respecto al plan de infraestructura, el cual había propuesto inicialmente 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 500 billones sin aprobarse aún.

Respecto al sector corporativo, los reportes del segundo trimestre superan ampliamente las expectativas y se espera que este año las utilidades crezcan cerca de un 58%, 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 2.6% del total de activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

En la medida que se consolide la recuperación económica las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*. No obstante, lo anterior, debido a la caída en las tasas de interés y el impulso que están recibiendo las acciones tipo *growth* es que **se decide mantener una posición neutral en US Large Cap growth, mientras se conserva la sobreexposición a acciones US Large Cap Value. Además, se mantiene sin modificación el neutral en small caps** por su mayor volatilidad en momentos en que existe incertidumbre sobre el aumento de los contagios de covid-19 y el momento en que comenzará el *tapering*.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Tokio continúa enfrentado un rebrote de los contagios por covid-19, sin lograr frenar la expansión del virus en medio de la celebración de los juegos olímpicos y un estado de emergencia que intenta contener la situación.

El panorama sanitario es desafiante debido a que, a pesar de una aceleración en los programas de vacunación, solo el 33% de la población se encuentra inmunizada. La baja vacunación ante la llegada de miles de extranjeros por las olimpiadas obligó al gobierno a declarar un nuevo estado de emergencia vigente hasta el 23 de agosto.

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. durante julio y el de manufactura subió marginalmente a 53 pts. desde 52.4 el mes previo.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en junio fue de 0.2% YoY), lo que permitiría al Banco de Japón 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 segundo trimestre del año, en línea con lo que ha sucedido en el resto del mundo. Actualmente se estima una expansión de las utilidades de cercana a 70% para el 2021, cifra que ha sido corregida al alza durante el año. 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 0.6% 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** en pro de financiar posiciones con mayor atractivo.

Acciones Emergentes: Se mantiene el *overweight* y se neutraliza la exposición a acciones chinas, mientras que, se aumenta el UW en EMEA.

Los ruidos regulatorios generaron abruptas caídas en los índices accionarios chinos, y, arrastró al resto de emergentes a cerrar con rentabilidades negativas en julio. Para los próximos meses, estimamos que el ruido regulatorio continuará en China, pero ante valorizaciones que se moderan y un mayor soporte monetario y fiscal se decide neutralizar la exposición en acciones del gigante asiático. Por su parte, en Latinoamérica, los casos de covid-19 continúan disminuyendo lo que eleva las perspectivas de crecimiento económico y de utilidades para el resto del año. Finalmente, en EMEA, el escenario se vuelve complejo con una alta inestabilidad política en Sudáfrica, un agresivo ajuste monetario en Rusia y un peor escenario para el precio del petróleo dada la expansión de la variable delta.

América Latina: Se mantiene el *overweight*

La pandemia continúa retrocediendo en la región, apoyado por una aceleración en la vacunación a nivel generalizado. Por su parte, la reactivación económica en general avanza -y en muchos casos sorprende

positivamente a las expectativas-, lo que, sumado al soporte en precios altos de las materias primas, y al rezago muy relevante en relación con los índices globales, nos lleva a **mantener el overweight**. Cabe destacar, de todas formas, que la incertidumbre política es un tema importante para monitorear, dada la polarización actual y la gran cantidad de elecciones que vienen los próximos años.

En **Brasil**, similar al resto de la región, la pandemia continúa en retroceso y las medidas de confinamiento se relajan, debido en parte a la aceleración del programa de vacunación, que ya supera las 1.35 millones de dosis diarias, con cerca del 70% de la población adulta habiendo recibido al menos 1 dosis. Lo anterior, sumado a la eventual ampliación del programa de transferencias directas a la población, configura un escenario positivo para la reactivación económica, la cual había sorprendido consistentemente a las expectativas los últimos meses, a pesar del 0.4% de avance de la actividad económica en mayo. En este sentido, los indicadores líderes PMI de manufactura y servicios se consolidan sobre el nivel neutral de 50 pts. marcando 56.7 y 54.4 pts. respectivamente en julio, junto a la actualización de julio del FMI que ahora proyecta un crecimiento de 5.3% para este año, 1.6% superior a lo que se esperaba en abril.

Con todo, la inflación constituye un riesgo importante a monitorear, ya que el último dato de junio se ubicó en 8.4%, por sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central, lo que ha obligado a la entidad monetaria a incrementar la tasa Selic en 100 pbs. en la última reunión de política monetaria hasta el 5.25%, manteniendo el tono *hawkish* para los próximos meses. Las valorizaciones por su parte muestran señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 años (lo que corresponde a un punto atractivo de entrada para las acciones brasileñas) tanto a nivel local como relativo a la región, pero con la razón P/VL sobre dicho promedio, indicando lo contrario. Dada la recuperación proyectada, el control de la pandemia, el incremento de los estímulos fiscales y el impulso a la moneda que implica el alza en la tasa base relativo a otras economías, **se decide mantener la sobreexposición en acciones brasileñas**.

En el caso de **México**, el coronavirus avanza y las medidas de confinamiento se endurecen en el margen, aunque aún se mantiene sin mayor presión el sistema sanitario, con una ocupación de camas generales de 48%, y de 39% en el caso de las de cuidados intensivos (UCI). Por su parte, la economía sigue evidenciando una rápida recuperación apoyada por la reapertura en su principal socio comercial (Estados Unidos), con el FMI incrementando en julio la proyección de crecimiento para este año a 6.3% desde el 5% que esperaba en abril, y los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero de julio cayendo levemente a 52.2 y 52.9 pts. respectivamente, ambos en zona de expansión económica. En cuanto al contexto político, a pesar de diversas dificultades como la baja percepción de seguridad en la ciudadanía, el apoyo al gobierno permanece firme y sube levemente, con AMLO alcanzando el 60% de aprobación en su mandato. Las valorizaciones, por su parte, indican que las acciones mexicanas exhiben un descuento relevante en términos históricos, con la razón P/U *fwd.* 12 meses y la P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años. El contexto económico, político y social luce benigno, lo que sumado al *momentum* favorable de recuperación económica norteamericana, y a valorizaciones atractivas, nos llevan a **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En el caso de **Chile**, el contexto sanitario en el país mejora y las medidas de confinamiento se relajan, lo que se ha evidenciado en las cifras de contagios diarios (~1.000 casos en promedio para los últimos 14 días) o positividad por testeo, las cuales alcanzan mínimos en lo que va de pandemia. Esto, enmarcado en datos de movilidad que se acercan al nivel prepandemia, junto al proceso de vacunación que ya cumplió con inocular al 80% de la población objetivo, aportan optimismo de cara a la reapertura de la economía. Por otra parte, la recuperación económica vuelve a resaltar, producto no sólo del nuevo máximo histórico de 20.1% de crecimiento interanual en la actividad económica en junio, sino porque el avance se debió a un efecto más balanceado entre los sectores en comparación a mayo, en donde el comercio había sido por lejos el principal sector que explicó el avance (producto de la liquidez en circulación que generó los estímulos fiscales a la población y los retiros de los fondos previsionales). En este sentido, las proyecciones de crecimiento para este año mejoran, por lo que el avance que proyectó el Banco Central de 8.5 – 9.5% para el PIB este año parece razonable. Como punto aparte a considerar, la inflación subió más de lo esperado en julio (0.8% mensual versus 0.4% anticipado), ubicando la variación a doce meses en 4.5%, que corresponde al mayor dato desde marzo de 2016, y ubicándose por primera vez en 5 años por encima del rango de tolerancia del Banco Central (entre 2 y 4%), lo que indica que el proceso de normalización de la tasa de política monetaria debiese continuar su curso, y se esperan nuevas alzas los próximos

meses desde el 0.75% actual. Las valorizaciones también aportan optimismo, con el P/VL y el P/U *fwd* bajo 1 desviación estándar de su promedio a 5 años.

A pesar de todo lo anterior, la bolsa chilena cayó 5.6% en USD en julio, debido fundamentalmente a la gigantesca incertidumbre política, social e institucional, no sólo por el funcionamiento de la convención constitucional y las próximas elecciones presidenciales y legislativas de noviembre, sino también por la violencia y las protestas que volvieron a observarse en las calles, a pesar de todos los procesos políticos vigentes. Dado el contexto favorable en términos generales, presionado fuertemente por la incertidumbre, se decide **mantener la sobreexposición en acciones chilenas**.

En **Colombia**, la pandemia cede y la vacunación avanza, dado el esfuerzo conjunto del gobierno, el sector privado, y las donaciones desde Estados Unidos. El contexto político permanece bajo presión debido a las protestas, sin embargo, destaca la reducción drástica de estas luego de mayo. En este sentido, la actividad económica cayó 6.1% mensual en mayo, lo que se compara solamente con lo ocurrido en los peores momentos de la pandemia, lo que contrasta con los datos de confianza desde el mes de junio, los cuales muestran una recuperación importante, apoyando la tesis de una robusta recuperación para la segunda mitad del año. Destacó en particular el avance de las empresas que reportaron estar “totalmente en funcionamiento” en junio, las cuales aumentaron de 78% a 92%, y el desembolso que realizará el FMI de USD 650,000 millones para ayudar a las naciones a recuperarse del covid-19, de los cuales llegarán USD 2,800 millones a Colombia. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas a nivel local, con la razón P/VL y la P/U *fwd*. por debajo de su promedio a 5 años. Dado por un lado el escenario político complejo y la situación fiscal debilitada, pero por otro una incipiente recuperación esperada para el segundo semestre junto a valorizaciones atractivas, se decide **mantener la exposición neutral en acciones colombianas**.

Durante julio se proclamó finalmente a Pedro Castillo como el nuevo presidente del **Perú**, quien asumió luego de un controversial recuento de votos, que arrojó su ajustada victoria con un 50.1% de los votos contra 49.9% de Keiko Fujimori, lo que anticipa complejidades en cuanto a la gobernabilidad del país. Al asumir, Castillo reafirmó que no se contempla la expropiación de empresas, lo que no bastó para contrarrestar el pesimismo que generan varias de sus posturas, como el llamado a una asamblea constituyente o la participación del estado como socio mayoritario en los proyectos de inversión. Además, la nominación en el gabinete de ministros de figuras como Guido Bellido, proveniente de sectores de izquierda radical, anticipa un posible curso de colisión con el congreso, el cual aún debe otorgar o denegar el voto de confianza al gabinete apuntado por Pedro Castillo. En el contexto anterior, Perú mostró una de las principales caídas en julio (-10.9% en USD), con lo que en lo que va del año se perfila como una de las bolsas de peor desempeño, cayendo cerca de 25% en USD. La nota positiva la pone la evolución de la pandemia que retrocede considerablemente, y la recuperación de la economía con el alza de 47.8% anual en mayo de la actividad económica, impactada de todas formas en gran parte por el efecto de base de comparación. Por su parte, las valorizaciones aumentan su atractivo relativo a la historia, con tanto la razón P/U *fwd*. como la razón P/VL bajando aún más del promedio de los últimos 5 años. El escenario político complejo, que adelanta problemas de gobernabilidad, contrastado con una recuperación económica fuerte y precios de acciones muy castigados, nos llevan a **mantener la exposición neutral en acciones peruanas**.

En **Argentina**, la pandemia retrocede y la vacunación se acelera, aunque gran parte del proceso de inoculación se ha enfocado en la primera dosis, con tan sólo el 18% de la población con su programa completo. Lo anterior, producto de los retrasos en la entrega de segundas dosis (son diferentes a la primera dosis) de Sputnik por parte de Rusia, lo que ha llevado al gobierno a anunciar que la inmunización se completará con diferentes vacunas. Por su parte, la actividad económica mantuvo la tendencia a la baja de los últimos meses y cayó 2% en mayo, con lo que la variación anual alcanza el 13.6%, aunque la confianza del consumidor de julio subió a 37.9 pts., cortando una racha de caída de varios meses y volviendo al valor de febrero de este año, lo que indica que los próximos meses la actividad podría comenzar a recuperarse. La inflación sigue siendo un riesgo importante para considerar, con el dato de junio subiendo 3.2% mensual, superando por noveno mes consecutivo el aumento de 3% mensual, y alcanzando de esta manera un incremento de 50% anual, lejos del 29% proyectado en el presupuesto del año, lo que ha influido en la baja en la aprobación de la coalición de gobierno, de cara a las primarias del 12 de septiembre y las elecciones del 14 de noviembre. Finalmente, las valorizaciones entregan señales mixtas, con una razón P/U *fwd*. bajo el promedio de 5 años, mientras que la P/VL se ubica sobre el

promedio del mismo plazo. Dado un contexto macroeconómico desafiante, una inflación aún descontrolada, una situación fiscal presionada, y una baja aprobación de la coalición de gobierno, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se neutraliza desde *UW* la exposición en acciones chinas

Complejo y volátil mes vivieron las acciones **chinas**. Luego de que en junio se acusara a Didi por su IPO en Estados Unidos, lo que se sumaba a regulaciones en las grandes tecnológicas desde principios de año, las autoridades ahora apuntaron al sector de educación. Prohibir el lucro y el ingreso del capital extranjero en el sector (entre otras medidas) provocaron caídas de más de 60% en las acciones de *EdTech* y caídas de más de 8% en el índice global en un par de días. Los temores por una política regulatoria impredecible y que podría seguir afectando a nuevos sectores (salud principalmente) golpearon las perspectivas de los inversionistas tanto en las acciones domésticas (China A) como globales (off-shore).

Por otro lado, los datos económicos continuaron mostrando una desaceleración en el crecimiento económico (lo cual era ampliamente esperado) con el PIB creciendo 7.9% anual (y 1.3% trimestral). Destacó, por el lado positivo, una mejora en el consumo con las ventas minoristas creciendo más de 12%, sobre el 10% estimado por los analistas. A lo anterior, se sumó el PMI de servicios que sorprendió al mercado y se ubicó en 54.9 pts., sobre los 50.3 pts. del mes previo y sorprendiendo al alza los analistas. La cautela viene por el sector manufacturero con su PMI ubicándose en 50.3 pts., desacelerándose respecto a los 51.3 pts. de junio y marginalmente en terreno de expansión económica.

Con respecto a la política monetaria, luego de venir con un ajuste en el crecimiento crediticio desde comienzos de año, las autoridades dieron un giro y anunciaron una reducción en la tasa de encaje. Lo anterior marca un giro hacia una política monetaria más expansiva. Además, en el Politburó, se anunció un mayor compromiso del estímulo fiscal para los próximos meses para dar soporte luego de la desaceleración económica registrada en los últimos trimestres.

En cuanto a las valorizaciones, estas se corrigieron en las últimas semanas, pero, todavía, tanto la razón P/U fwd. como P/VL se ubican sobre su promedio de los últimos 5 años. En tanto, se sigue estimando un crecimiento de utilidades en torno a 15% para el 2021. Sin embargo, acotar que las compañías que ya han comenzado a reportar sus resultados del segundo trimestre sorprenden significativamente al alza por lo que podría haber una corrección si la tendencia continúa. Con respecto a flujos, a pesar de los ruidos regulatorios, se registraron entradas netas en el mes por más de 1% del total de activos administrados.

Esperamos que los ruidos regulatorios continúen generando volatilidad en el corto plazo, sin embargo, una mejora en el escenario macro, con una política monetaria y fiscal que comenzaría a dar soporte, además de valorizaciones que se ajustan a sus promedios históricos, **nos llevan a neutralizar la exposición en acciones chinas desde el *UW*** que manteníamos.

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

El lento avance del programa de vacunación y un alza de casos de covid-19 ha sido la tendencia en los últimos meses en la región. Sin embargo, al igual que olas anteriores, algunos países parecen responder mejor que otros. Por el lado positivo, destacan Taiwán y Corea, que, pese a haber visto mayores restricciones, han logrado reducir el impacto en la producción y se siguen beneficiando de la alta demanda de semiconductores a nivel global. Por su parte, India, que vivió meses críticos, se recupera, y, el PMI manufacturero incluso entra en terreno de expansión económica. Finalmente, el sudeste asiático queda una vez más rezagado, con una expansión de la pandemia que supera a olas anteriores y un lento avance en los programas de vacunación, lo que hacen pronosticar una lenta recuperación tanto en sector económico como corporativo (PMI's en terreno de contracción para Malasia, Indonesia y Tailandia). Apoyado principalmente en el *momentum* económico y corporativo de Corea y Taiwán, además de la mejora en India, **se decide mantener la exposición neutral en Asia EM ex China.**

Luego de meses complejos, los casos siguieron disminuyendo en **India** y la pandemia parece controlarse. Sin embargo, el programa de vacunación sigue avanzando lentamente quedándose rezagado respecto a pares emergentes y globales, lo que lo deja vulnerable a nuevas olas de contagios y posibles restricciones. Por otro lado, se realizó reunión de política monetaria y el Banco de la Reserva decidió mantener la tasa de recompra y recompra inversa en 4% y 3.35%, en línea con lo esperado por la mayoría de los analistas (algunos estimaban un alza de tasas). Además, la autoridad monetaria elevó sus perspectivas inflacionarias para el año fiscal en curso a 5.7% desde 5.1% (ubicándose en la parte alta del rango meta 2-6%) y mantuvo sin cambios su estimación de un crecimiento del PIB en torno a 9.5%. A su vez, manifestó que las perspectivas económicas son mejores que 1 mes atrás, lo cual también se vio reflejado en el PMI de manufactura que subió a 55.3 pts. desde los 48.7 pts. que se ubicaba, entrando en terreno de expansión económica. En cuanto a valorizaciones, las acciones siguen luciendo caras con la razón P/U fwd. y P/VL una y casi dos desviaciones estándar sobre su promedio de los últimos 5 años respectivamente. En tanto, se sigue estimando una expansión de utilidades en torno a 35% para el 2021 y los reportes corporativos del segundo trimestre en general sorprenden al alza a los analistas. Con respecto a flujos, se registraron salidas netas por casi 1% del total de activos administrados. Si bien el escenario económico y corporativo mejora respecto al mes previo, el lento avance en el programa de vacunación y valorizaciones poco atractivas **nos llevan a mantener una exposición neutral en acciones indias.**

La alta demanda de productos electrónicos y *chips* en particular ha dado soporte a **Corea del Sur** en el último año y en el segundo trimestre el PIB creció 5.9% anual (0.7% trimestral), su mayor nivel desde el 2010. Sin embargo, las perspectivas han comenzado a moderarse en el trimestre en curso luego de un aumento de casos de covid-19, mayores restricciones y pocos avances en los programas de vacunación masiva relativo a pares globales. Lo anterior, también se reflejó en el PMI manufacturero de julio que cayó a 53 pts. desde 53.9 pts. del mes previo y la confianza del consumidor del mismo mes que cayó por primera vez en el año a 103.3 pts. desde los más de 110 pts. del mes previo. No obstante, es importante acotar que ambos se mantienen en terreno positivo. Con respecto al mercado, las valorizaciones dan señales mixtas. Por un lado, el P/U fwd. luce bajo su promedio de los últimos 5 años, con utilidades que se corrigen al alza (se espera un crecimiento de 100% para el 2021), mientras que, por otro, la razón P/VL transa 2 desviaciones estándar sobre el mismo promedio. En cuanto a flujos, se registraron salidas netas en el último mes por casi 2% del total de activos administrados. Dado que las perspectivas económicas y corporativas se ven afectadas por el alza de casos de covid-19, además de un lento avance en los programas de vacunación y flujos ausentes se decide **neutralizar la exposición en acciones surcoreanas.**

A pesar del alza de casos de covid de los últimos meses, la economía **taiwanesa** se mostró resiliente y la producción sigue creciendo a niveles *record*, de la mano con la alta demanda de semiconductores a nivel global. Además, el programa de vacunación se acelera, aplicando más de 1 dosis diaria por cada 100 habitantes. En tanto, el PMI de manufactura de julio siguió en terreno de expansión económica y aumentó respecto al mes previo para ubicarse en 59.7 pts. Por su parte, la inflación fue de 2%, manteniéndose ajustada a la meta lo que no incentivaría un ajuste en la política monetaria de momento. Con respecto a las valorizaciones, estas dan señales mixtas con el P/U fwd. ajustado a su promedio de los últimos 5 años, pero el P/VL, más de dos desviaciones estándar sobre el mismo promedio. En tanto, los reportes corporativos del segundo trimestre sorprenden al alza a los analistas, lo que ha elevado las perspectivas de utilidades para este año y actualmente se estima una expansión en torno a 45%. En cuanto a flujos, se registraron salidas marginales en el último mes, por 0.2% del total de activos administrados. Se espera que la alta demanda de semiconductores siga dando soporte al sector económico y corporativo, sin embargo, valorizaciones poco atractivas nos llevan a **mantener la exposición neutral en acciones taiwanesas.**

Por último, la situación en el **sudeste asiático** sigue compleja. Aumento en los casos de covid-19, lentos avances de los programas de vacunación y un sector turístico que sigue gravemente afectado complican las perspectivas de las economías de la región. Así lo reflejan los datos de PMI de manufactura de julio, en dónde tanto para Malasia como Indonesia se ubicaron en torno a los 40 pts., en terreno de amplia contracción económica para los próximos 6-12 meses. Por su parte, el *outlook* para Tailandia no es mejor, y el indicador también se mantiene en terreno de contracción y se ha corregido el estimado de crecimiento de este año permanentemente a la baja. Por otro lado, los reportes corporativos, sorprenden negativamente en Indonesia, y levemente al alza en Tailandia, a diferencia de pares globales y/o emergentes. Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas. En

países como Tailandia o Filipinas, la razón P/U fwd. luce sobre su promedio de los últimos 5 años, mientras que, en Malasia, la misma razón luce más de 2 desviaciones estándar bajo el mismo promedio. En cuanto a flujos, se registran salidas en el último mes en Malasia, pero entradas en Indonesia. Dado que las perspectivas económicas y corporativas siguen ampliamente afectadas y vulnerables a la evolución del covid-19 y los avances en los programas de vacunación, **se decide llevar a UW la exposición en el sudeste asiático desde el neutral que se mantenía.**

EMEA: Se aumenta el *underweight*

Las perspectivas para la región se deterioraron en las últimas semanas. Los disturbios en Sudáfrica, las caídas en el precio del petróleo y la inestabilidad macroeconómica y política de Turquía, deterioran las perspectivas corporativas y económicas para los próximos meses en la región. Dado lo anterior, se decide **mantener la subexposición a acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África.**

Complejo mes para **Sudáfrica**. Una ola de saqueos y disturbios han terminado con más de 300 muertes, lo que se suma a mayores restricciones por aumentos en los casos de covid-19 afectando significativamente las perspectivas económicas del país africano para el resto del año. Así lo reflejó el PMI de manufactura de julio el cual cayó a 43.5 pts. desde los 57.5 pts. del mes previo, entrando a terreno de contracción económica para los próximos 6-12 meses. Por su parte, las expectativas corporativas también lo resienten, y, actualmente se estima una expansión de las utilidades en torno a 75%, desde el 85% que se esperaba un mes atrás. Por otro lado, las valorizaciones lucen bajo su promedio de los últimos 5 años, con la razón P/U fwd. incluso más de dos desviaciones estándar bajo el promedio. Con respecto a flujos, se registraron entradas marginales en el último mes, por 0.4% del total de activos manejados. Si bien las perspectivas económicas y corporativas se moderan, valorizaciones atractivas nos hacen **mantener la exposición neutral en acciones sudafricanas.**

El alza del petróleo continuó durante julio, sin embargo, en los últimos días, con aumentos de casos de la variante delta y nuevas restricciones en el continente asiático, las perspectivas se moderan. Lo anterior impacta negativamente a Rusia, que mantiene una alta exposición del sector económico y corporativo al *commodity*. Además, el PMI de manufactura de julio volvió a caer respecto al mes previo y registró 47.5 pts. v/s los 49.2 pts. del mes previo. A lo anterior, se sumó un nuevo aumento en la tasa de política monetaria de 125 pbs. (v/s 100 pbs. esperado) en la medida que las expectativas inflacionarias se disparan y llegan a casi 12%. Con respecto al sector corporativo, se sigue esperando una expansión sobre el 100% de las utilidades para el 2021, pero la estimación es menor a la de un mes atrás. Además, las valorizaciones no lucen atractivas, con el P/VL ubicándose casi 4 desviaciones estándar sobre su promedio de los últimos 5 años. Todo lo anterior, ha motivado una salida de flujos en el último mes por más del 2% del total de activos administrados. Dado que las perspectivas económicas y corporativas se moderan, además de valorizaciones que lucen caras y flujos ausentes, **se decide neutralizar desde *overweight* la exposición en acciones rusas.**

Los casos en **Turquía** siguen controlados, a lo que se ha sumado una aceleración en el programa de vacunación llegando a 1.2 dosis diarias por cada 100 habitantes. Lo anterior, impulsa las perspectivas económicas y así lo demostró el PMI de manufactura de julio que subió a 54 pts. desde los 51.3 pts. del mes previo, manteniéndose, además, en terreno de expansión económica. Sin embargo, es importante acotar que todavía permanece una alta inestabilidad financiera y macroeconómica en el país, con una inflación de casi 18% anual, entre las más altas dentro de mercados emergentes. Por su parte, se sigue estimando una expansión de las utilidades en torno a 40% para el 2021. En tanto, las valorizaciones siguen bajo su promedio de los últimos 5 años, tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Con respecto a flujos, se registraron entradas netas en el último mes por casi 2% del total de activos administrados. Si bien el escenario económica mejora, la alta incertidumbre macroeconómica y corporativa, nos llevan a **mantener la subexposición a acciones turcas.**

Se mantiene la exposición neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Los programas de vacunación continúan avanzando en la región, en conjunto con un mayor control de la pandemia que pares emergentes. Sin embargo, la lenta recuperación del sector turístico y valorizaciones poco atractivas nos llevan a mantener la exposición neutral.

Finalmente, en **Arabia Saudita**, las perspectivas se moderan en línea con la mayor volatilidad y caídas del precio del petróleo. A lo anterior, se le suma la caída por segundo mes consecutivo del PMI manufacturero, que se ubicó en 55.8 pts. Con respecto al mercado, se sigue esperando una expansión de las utilidades en torno a 80% para el 2021. Por su parte, las valorizaciones lucen sobre su promedio de los últimos 5 años, tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Si bien las perspectivas económicas se moderan, se continúa esperando una recuperación corporativa y económica significativa para los próximos meses con significativos avances en los programas de vacunación, por lo que se decide mantener la exposición neutral a acciones saudíes.

Renta Fija

US Treasuries: overweight bonos nominales, neutral en TIPS

Similar al mes anterior, las expectativas inflacionarias elevadas no justificarían el apostar a sorpresas mucho mayores, en donde permanece la discusión respecto a la transitoriedad de las presiones inflacionarias. Por otra parte, es importante considerar que aún existen riesgos que entorpezcan la recuperación económica, como el caso de la propagación de la variante delta, lo que nos lleva a mantener la posición neutral en TIPS y el ligero *OW* en *US Treasuries* nominales.

US Mortgages: neutral

Los últimos informes del mercado laboral estadounidense muestran un entorno de recuperación positivo, con las nóminas de trabajo no agrícolas aumentando en 943 mil en julio, sobre los 870 mil esperados por los analistas, y la tasa de desempleo el mismo mes cayendo a 5.4%, menor al 5.7% esperado por los analistas, pero aún faltaría mucho camino para recuperar el nivel pre pandemia. En este contexto, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

La expectativa se mantiene en torno a que las tasas largas deberían subir o al menos no caer de manera significativa, lo que reduce el atractivo de los papeles de mayor duración. En este sentido, la subclase de activo presenta una duración cercana a 9 años, junto a un menor *yield* ajustado por riesgo relativo a otras alternativas y a *spreads* comprimidos, lo que nos lleva 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

Similar al caso estadounidense, la mayor calidad crediticia viene acompañada de un *yield* nominal negativo y duración elevada (cercana a 8 años), lo que implica que la subclase de activo es poco atractiva frente a otras opciones. De esta forma, se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

La búsqueda de *yield* justifica la exposición a esta subclase de activo, que además exhibe una duración cercana a 3 años, lo cual es atractivo dado el contexto comentado de tasas base en mínimos históricos. Por esto, se decide 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

En general, la renta fija exhibe tasas base en mínimos y *spreads* comprimidos, lo cual junto al contexto de alzas en la inflación dada la recuperación global, produce un escenario de rendimientos reales negativos, lo que fuerza a los inversionistas a buscar rentabilidades mayores en los productos de mayor *spread*. En este contexto, la deuda

corporativa emergente High Yield destaca sobre el resto, dadas sus características de yield superior, duración acotada y fundamentos sólidos en las compañías, las cuales resistieron en general la crisis provocada por la pandemia, y mantuvieron sus tasas de *default* en torno al promedio de los últimos años. Así, se favorece la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight** y se mantiene una exposición neutral en las demás subclases de activo.

Exposición a monedas – agosto 2021

Monedas	Bench.	Julio	Agosto	OW/UW	Cambio	
USD	42.3%	43.2%	43.2%	OW	0.9%	
EUR	16.9%	15.8%	15.8%	UW	-1.1%	
GBP	1.4%	2.2%	2.7%	OW	1.3%	+
JPY	6.9%	2.5%	2.5%	UW	-4.4%	
GEMs	32.6%	36.3%	35.9%	OW	3.3%	-
	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 – julio 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%	-1.7%	-0.9%	-0.9%	-12.8	15.7
Renta Fija	50%	35%	-15%	0.8%	0.4%	0.2%	-19.2	-7.4
Caja	0%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	5%	5%	3.6%	0.0%	0.2%	19.9	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					-0.44%	-0.47%	-12.0	8.3
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-3.7
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	2.1%	0.26%	0.27%	3.0	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	3.9%	0.06%	0.08%	2.8	
UK	2.7%	3.5%	0.8%	0.8%	0.02%	0.03%	2.0	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	3.8%	0.54%	0.54%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	1.0%	0.14%	0.15%	2.7	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	-2.2%	-0.09%	-0.09%	0.0	
Japan	5.2%	1.5%	-3.7%	-1.3%	-0.07%	-0.02%	-1.6	
Desarrollados	54.7%	54.1%	-0.6%	1.6%	0.86%	0.96%	8.9	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	-4.2%	-0.18%	-0.31%	-7.6	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	-6.0%	-0.05%	-0.12%	-5.1	
China	13.4%	10.8%	-2.6%	-13.8%	-1.86%	-1.50%	31.5	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	-2.9%	-0.44%	-0.44%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	-1.2%	-0.04%	-0.04%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	7.5%	-1.0%	-0.1%	-0.01%	-0.01%	-1.6	
Emergentes	45.3%	45.9%	0.6%	-5.7%	-2.57%	-2.41%	17.2	
Equities					-1.71%	-1.45%	26.1	
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	0.5%	1.4%	0.14%	0.15%	0.3	
US TIPS	1.3%	1.3%	0.0%	2.7%	0.03%	0.03%	0.0	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	0.6%	0.05%	0.05%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	1.4%	0.10%	0.09%	-0.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	0.4%	0.01%	0.02%	-1.3	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	1.6%	0.30%	0.20%	-4.4	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.5%	0.00%	0.02%	-1.1	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	1.8%	0.15%	0.07%	-4.2	
Deuda Desarrollados	56.6%	51.3%	-5.3%	1.4%	0.78%	0.62%	-11.3	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.5%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	0.5%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.5%	0.03%	0.03%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	-1.0%	-0.07%	-0.12%	-9.8	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	0.2%	0.04%	0.04%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	0.1%	0.06%	0.01%	-9.8	
Fixed Income					0.84%	0.63%	-21.1	

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

En julio el portafolio del TAACo global rentó -0.5%, 4 pbs. bajo el *benchmark*. Tanto la asignación en renta fija como renta variable restaron valor en el portafolio. Por otro lado, la asignación a oro agregó valor luego de subir 3.6%.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó -1.5%, 26 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó valor la subexposición a China y en menor medida la sobreexposición a Europa.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó 0.6%, 21 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restó valor el *underweight* en Europe Broad y Japan Broad, además de la sobreexposición en EM Corporate HY.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	Volatilidad 5 años*
TAACo	-0.5%	1.7%	4.8%	17.1%	7.6%	7.6%	5.0%	7.5%	9.4%
Benchmark	-0.4%	1.5%	3.6%	14.7%	7.2%	6.8%	4.4%	5.8%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	-4	29	115	243	42	80	62	171	
Acciones	-1.5%	1.6%	8.6%	29.2%	9.8%	10.7%	6.5%	5.6%	14.1%
Benchmark	-1.7%	1.1%	8.4%	28.5%	9.4%	10.5%	6.2%	4.9%	14.0%
Europe ex UK	2.1%	4.6%	12.3%	30.7%	8.0%	9.1%	4.5%	4.4%	16.2%
Europe Small Cap ex UK	3.9%	4.2%	15.0%	44.2%	10.7%	12.6%	8.7%	11.5%	19.5%
UK	0.8%	1.8%	11.2%	26.1%	-2.1%	1.1%	-0.3%	0.5%	16.8%
US Large Cap Growth	3.8%	8.8%	17.6%	37.9%	26.5%	23.7%	18.0%	--	16.5%
US Large Cap Value	1.0%	2.4%	15.3%	30.9%	7.4%	7.9%	8.6%	5.2%	15.0%
US Small Caps	-2.2%	-1.0%	15.5%	50.2%	11.8%	13.3%	11.7%	11.8%	20.4%
Japan	-1.3%	-0.2%	-0.9%	23.0%	4.5%	6.4%	4.6%	2.7%	12.6%
Desarrollados [1]	1.8%	4.8%	15.1%	35.1%	14.5%	14.3%	11.1%	9.0%	14.6%
LatAm	-4.2%	5.6%	2.4%	21.4%	-2.4%	1.0%	-5.3%	6.4%	28.3%
LatAm Small Cap	-6.0%	4.7%	5.6%	25.8%	2.3%	3.8%	-5.2%	9.5%	30.8%
China	-13.8%	-13.1%	-12.3%	0.3%	5.9%	12.4%	6.2%	13.1%	19.4%
EM Asia ex China	-2.9%	-1.2%	6.8%	37.5%	13.1%	12.8%	6.4%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	-1.2%	2.7%	18.5%	48.2%	10.7%	9.7%	3.5%	10.7%	18.4%
EM Europe and Middle East	-0.1%	6.6%	16.3%	30.4%	3.3%	4.9%	-4.9%	4.1%	18.4%
Emergentes [1]	-6.7%	-4.4%	0.2%	20.6%	7.9%	10.4%	3.6%	12.2%	16.5%
Renta fija	0.6%	1.6%	-0.7%	2.7%	4.9%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.8%	1.7%	-1.0%	1.8%	4.5%	2.9%	2.3%	5.8%	5.1%
US Govt Agencies	1.4%	2.4%	-1.3%	-3.0%	5.3%	2.3%	2.8%	5.3%	4.0%
US TIPS	2.7%	4.5%	4.4%	6.9%	7.6%	4.5%	3.3%	6.7%	3.7%
US Mortgages	0.6%	0.4%	-0.1%	0.0%	4.0%	2.4%	2.6%	5.4%	2.1%
US Corps	1.4%	3.8%	0.1%	1.4%	8.0%	4.9%	5.0%	7.4%	5.9%
US High Yield	0.4%	2.0%	4.0%	10.6%	7.2%	7.0%	6.6%	9.8%	7.4%
Europe Broad	1.6%	1.9%	-0.8%	1.0%	3.2%	1.5%	4.1%	5.6%	3.4%
Europe High Yield	0.5%	1.4%	4.0%	10.5%	4.7%	4.6%	6.6%	9.3%	7.9%
Japan Broad	1.8%	0.2%	-5.6%	-3.4%	1.2%	-1.5%	-2.0%	3.0%	7.6%
Deuda Desarrollados [1]	1.2%	1.9%	-0.4%	1.1%					
EM Sovereign IG	0.5%	2.8%	-1.4%	0.0%	7.4%	4.8%	5.0%	9.2%	7.0%
EM Sovereign HY	0.5%	2.2%	1.1%	9.8%	3.4%	3.1%	5.0%	10.8%	12.7%
EM Corporate IG	0.5%	1.8%	-0.1%	2.5%	6.8%	4.7%	4.8%	--	4.6%
EM Corporate HY	-1.0%	0.4%	1.2%	8.6%	7.4%	6.7%	6.1%	--	8.4%
EM Local Markets	0.2%	1.6%	-1.5%	5.6%	3.9%	3.5%	0.3%	--	11.1%
Deuda Emergentes [1]	0.0%	1.5%	-0.8%	4.4%					
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	3.6%	3.3%	-3.3%	-7.1%	14.4%	6.4%	1.1%	12.9%	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	20.2x	14.7x	2.0%	3.3x	2.2x	83%	9%	15%	0.2
US	22.8x	15.7x	1.0%	4.9x	2.8x	58%	9%	29%	0.4
Europe	16.6x	13.0x	3.0%	2.2x	1.8x	196%	7%	9%	0.1
Japan	16.1x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	67%	11%	7%	0.2
EM	13.2x	11.6x	3.0%	1.4x	1.3x	267%	21%	8%	0.0
China	13.4x	11.9x	2.0%	1.9x	2.0x	15%	17%	11%	0.9
S.Korea	11.1x	9.9x	2.0%	1.4x	1.2x	95%	5%	14%	0.1
Taiwan	15.8x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	48%	1%	19%	0.3
India	22.0x	16.7x	1.0%	3.6x	3.2x	34%	18%	14%	0.6
Indonesia	14.2x	13.9x	3.0%	2.2x	3.4x	21%	20%	16%	0.7
Malaysia	NA	14.9x	4.0%	NA	2.0x	61%	-6%	11%	-
Thailand	17.4x	12.8x	3.0%	2.0x	2.0x	26%	14%	9%	0.7
Philippines	16.5x	16.1x	2.0%	1.7x	2.5x	51%	26%	8%	0.3
S.Africa	9.5x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	84%	8%	17%	0.1
Russia	7.1x	6.5x	8.0%	1.1x	1.1x	124%	3%	13%	0.1
Turkey	5.4x	8.5x	8.0%	1.1x	1.5x	41%	18%	16%	0.1
Saudi	18.8x	14.1x	3.0%	2.6x	2.3x	79%	10%	28%	0.2
UAE	13.4x	11.1x	4.0%	1.5x	1.4x	10%	15%	11%	1.3
Brazil	8.9x	10.9x	5.0%	2.3x	1.8x	249%	-6%	22%	0.0
Mexico	15.1x	15.1x	3.0%	2.2x	2.7x	143%	6%	25%	0.1
Chile	13.0x	15.8x	4.0%	1.3x	2.0x	97%	9%	15%	0.1
Colombia	10.7x	13.6x	4.0%	1.0x	1.6x	210%	33%	20%	0.1
Peru	11.5x	12.6x	3.0%	1.9x	3.1x	764%	20%	21%	0.0
Argentina	29.7x	11.2x	0.0%	2.0x	1.8x	NM	33%	5%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 28 de julio 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.