

| TAACo Global | Desempeño | | | | | | | | Volatilidad 5 años * |
|----------------------------|-----------|---------|-------|-------|---------|---------|----------|----------------------|-------------------------|
| | Abril | 3 meses | YTD | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio * ** | |
| TAACo | 2.6% | 3.2% | 3.0% | 27.2% | 6.5% | 7.9% | 4.6% | 7.4% | 9.6% |
| Benchmark | 2.3% | 2.3% | 2.2% | 24.1% | 6.1% | 7.1% | 4.1% | 5.7% | 8.9% |
| Out/Underperformance (bps) | 33 | 92 | 84 | 310 | 36 | 80 | 50 | 169 | |
| Acciones | 3.7% | 6.8% | 7.0% | 46.3% | 8.6% | 11.0% | 5.7% | 5.5% | 14.3% |
| Benchmark | 3.6% | 6.6% | 7.2% | 45.0% | 8.5% | 10.9% | 5.4% | 4.8% | 14.2% |
| Renta Fija | 1.0% | -1.6% | -2.3% | 7.4% | 3.7% | 3.7% | 2.8% | 6.5% | 5.3% |
| Benchmark | 0.9% | -2.0% | -2.7% | 5.8% | 3.3% | 3.1% | 2.3% | 5.7% | 5.2% |
| Caja | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.4% | 1.1% | 0.6% | 1.7% | 0.3% |

Resultados al 30 de abril de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Hold in May and ride the wave... 1

Posicionamiento TAACo Global 3

Resultados 14

Desempeño 15

Valorizaciones 16

Hold in May and ride the wave¹

Las decisiones de inversiones se enfrentan este mayo de 2021 a un doble desafío. Primero, que abril registró alzas significativas en los precios de las acciones y activos de riesgo en general, que llevaron a niveles de rentabilidad para lo corrido del año de casi dos dígitos y a doce meses de más de 30%. Las acciones globales, medidas por el índice MSCI ACWI registran un alza de más de 9 % en los últimos cuatro meses y de casi 46% en un año. Las cifras equivalentes para el S&P500 son de alrededor de 12% y 44%, respectivamente. En segundo lugar, mayo abre la temporada de verano y vacaciones para los mercados más importantes del mundo, en los que en general se registran menores volúmenes e -históricamente- bajas rentabilidades.

Luego de alzas significativas en los precios de los activos de riesgo, mayo luce desafiante para las decisiones de inversión dado el inicio del verano en el hemisferio norte

El escenario económico-financiero está enmarcado en la reapertura de la actividad global (a diferentes velocidades y niveles según país) producto de la mayor cobertura de población vacunada y con la segunda o tercera ola de la pandemia cediendo. A ello se suman condiciones financieras favorables, marcadas por una alta liquidez, aún bajas tasas de interés y la implementación de los masivos estímulos fiscales alrededor del mundo.

Condiciones económicas y financieras favorables debido al avance en la vacunación y reactivación económica

Más allá de las divergencias entre los diferentes países, sectores y temas en múltiples aspectos de esta recuperación, los que venimos mencionando desde hace un año, destaca que las dos economías más grandes están en etapas distintas, hasta opuestas, del ciclo. En Estados Unidos aún se está por llegar al *peak* de la expansión, con crecientes tasas de actividad, que recién comienzan a traspasarse a salarios y empleo, con alto potencial de seguirse desplegando tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Por su lado, China está un paso más adelante, con las autoridades implementando medidas de ajustes para evitar un sobrecalentamiento, específicamente en algunos sectores como el inmobiliario y el crédito, lo que debiera llevar a cierta moderación de la actividad en lo que queda del año. No obstante, la economía china sigue creciendo sosteniblemente (su PIB aumentaría 8.4% en 2021) y las autoridades están comprometidas que siga integrándose a la economía global y en el rebalanceo hacia un equilibrio entre las exportaciones e inversión estatal y la demanda doméstica, lo cual da un soporte significativo a la actividad mundial.

Las dos principales potencias económicas se encuentran en etapas opuestas del ciclo:

EEUU está por llegar al *peak* de expansión

Mientras en China se intenta evitar un sobrecalentamiento económico

¹ Mantener en mayo y corre la ola. Adaptación del adagio sell in May and go away, (vender e irse en mayo) utilizada en la jerga financiera. Está relacionado al comienzo del verano en el hemisferio norte y que históricamente el Dow Jones registra menores retornos entre mayo y octubre que en los períodos anterior y posterior de cada año.

En este contexto de reactivación posterior a la peor recesión después de la Depresión de los 30s, a la cual las autoridades económicas mundiales respondieron con políticas de estímulos masivos sin precedentes, han comenzado a darse aumentos de las expectativas inflacionarias, especialmente en Estados Unidos. Ello se condice con el fuerte rebote de la economía, lo que sin duda es considerado por las autoridades monetarias mundiales. Más aún en la situación que se da de divergencias en el ritmo y magnitud de la recuperación y la etapa de ésta que están los distintos países y sectores, ya que un aumento de tasas de interés, fuerte y rápido de Estados Unidos generaría efectos extremadamente negativos en otras economías.

Aumento de las expectativas inflacionarias generan preocupación entre los inversionistas por un posible aumento en las tasas de interés...

El riesgo de inflación está presente. Sin embargo, el Fed de Estados Unidos habría previsto esto, comenzando porque cambió su estrategia de política monetaria hacia una de mayor tolerancia a períodos de mayor inflación por encima de su objetivo de 2% anual. Además, esta entidad, como la de los más importantes bancos centrales del mundo, se han preocupado de dar mensajes en cuanto a mantener las tasas de interés de referencia bajas, por cierto tiempo. Ciertamente las tasas de interés de mercado podrían desafiar esta postura, lo que es clave de monitorear.

No obstante, las autoridades monetarias y el Fed han mostrado compromiso con mantener bajas las tasas de interés

Otro factor que destaca son las altas valorizaciones de algunas clases de activos. No obstante, entre ellas se registran divergencias significativas dependiendo de las regiones y países que se trate y los diferentes tipos de acciones. Tales son los casos de algunas regiones emergentes y de las acciones estilo *value* que muestran ratios menos ajustados y aún lucen rezagadas respecto de aquellas *growth*. Esto viene generando una rotación de flujos hacia aquellos mercados, estilos y sectores que se verían más favorecidos por el ciclo económico.

Valorizaciones se han encarecido, pero muestran divergencias y oportunidades entre regiones, países, sectores y estilos

En cuanto a la asignación de activos y considerando el escaso valor que ofrece la renta fija, se sigue favoreciendo las acciones respecto de los bonos, favoreciendo a los mercados rezagados y con valorizaciones más holgadas. Asimismo, en una cartera de inversiones multi activo global, actualmente es razonable mantener alguna posición de protección ante el riesgo de inflación/alza de tasas.

Se favorece invertir en acciones vs bonos, con mayor exposición a mercados rezagados y con espacio en valorizaciones

Además, como protección ante el riesgo de inflación y aumento de tasas de interés se toma una posición en oro y caja

Posicionamiento de la cartera – mayo 2021

| TAACo Global | Bench. | Abril | Mayo | OW / UW | Cambio | |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|----------------|
| Acciones | 50% | 60% | 60% | OW | 10% | |
| Renta Fija | 50% | 35% | 30% | UW | -20% | -5.0% - |
| Caja | | 5% | 5% | OW | 5.0% | |
| Oro | | | 5% | OW | 5.0% | 5.0% + |
| Total Cartera | | | | | | |
| Europe ex UK | 12.5% | 12.2% | 12.5% | N | | 0.3% + |
| Europe Small Cap ex UK | 1.5% | 0.3% | 1.5% | N | | 1.2% + |
| UK | 2.7% | 3.3% | 3.3% | OW | 0.6% | |
| US Large Cap Growth | 14.2% | 14.3% | 13.2% | UW | -1.0% | -1.1% - |
| US Large Cap Value | 14.3% | 14.4% | 15.3% | OW | 1.0% | 0.9% + |
| US Small Caps | 4.3% | 4.3% | 4.3% | N | | |
| Japan | 5.2% | 2.5% | 2.5% | UW | -2.7% | |
| Mercados desarrollados | 54.7% | 51.3% | 52.6% | UW | -2.1% | 1.3% + |
| LatAm | 4.3% | 8.3% | 7.3% | OW | 3.0% | -1.0% - |
| LatAm Small Cap | 0.8% | 2.0% | 2.0% | OW | 1.2% | |
| China | 13.4% | | 12.0% | UW | -1.4% | |
| EM Asia ex China | 14.9% | 30.2% | 16.0% | OW | 1.1% | |
| EM Asia Small Cap | 3.4% | 2.6% | 3.4% | N | | 0.8% + |
| EM Europe and Middle East | 8.5% | 5.6% | 6.7% | UW | -1.8% | 1.1% + |
| Mercados emergentes | 45.3% | 48.7% | 47.4% | OW | 2.1% | -1.3% - |
| Total Acciones | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | 0.0% | |
| US Govt Agencies | 10.2% | 10.5% | 9.0% | UW | -1.2% | -1.5% - |
| US TIPS | 1.3% | | 3.0% | OW | 1.7% | 3.0% + |
| US Mortgages | 7.6% | 7.7% | 7.6% | N | | -0.1% - |
| 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% | 2.0% | 3.7% | OW | 3.0% | 1.7% + |
| Japan Broad | 8.6% | 4.1% | 4.1% | UW | -4.5% | |
| Deuda desarrollados | 56.6% | 48.2% | 51.3% | UW | -5.3% | 3.1% + |
| EM Sovereign IG | 5.6% | | 5.6% | N | | |
| EM Sovereign HY | 6.2% | 16.7% | 6.2% | N | | |
| EM Corporate IG | 5.0% | | 5.0% | N | | |
| EM Corporate HY | 6.7% | 16.7% | 12.0% | OW | 5.3% | |
| EM Local Markets | 19.9% | 18.4% | 19.9% | N | | 1.5% + |
| Deuda emergente | 43.4% | 51.8% | 48.7% | OW | 5.3% | -3.1% - |
| Total Renta Fija | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | |

Se mantiene la exposición a acciones en 60%, se reduce la renta fija hasta 30%. Se conserva 5% en caja y se asigna 5% a oro

Se mantiene el neutral en Europa ex UK y el OW Reino Unido

Se mantiene UW US large cap growth y OW value. Se neutraliza Small Cap

Se mantiene UW en Japón

Se mantiene OW en Latinoamérica

UW en China, OW en EM Asia ex China

Se reduce UW en EMEA

Se aumenta UW en Treasuries y se toma posición 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 mayo la cartera TAACo Global mantiene una sobreponderación en acciones de 60%, se reduce la exposición a renta fija dejándola en 30% y se asigna 5% a caja y 5% a oro como protección ante el riesgo de alzas en las tasas de interés.

Este mes se mantiene el neutral en acciones europeas *large cap* y se lleva a OW las *small cap*. Se mantiene el OW las acciones británicas en busca de mayor exposición a sectores cíclicos y rezagados. Por otra parte, se continúa favoreciendo *US Large Cap Value*, en línea con la rotación de flujos hacia activos que se beneficiarán de la reactivación económica y que lucen con valorizaciones más atractivas. Dentro de emergentes se sigue favoreciendo una sobreexposición a Latinoamérica, que también se beneficiaría de la reactivación económica, alza en los precios de las materias primas, un dólar débil y expectativas corporativas positivas para el 2021. Debido a que China está un paso adelante y toma medidas para evitar un sobrecalentamiento económico se mantiene una posición UW a la vez que se favorece el resto de los países asiáticos emergentes.

En renta fija se sigue favoreciendo productos de *spread* manteniendo un OW *High Yield* (tanto en EEUU, Europa y EM *Corporate*). Por su parte, se reduce la posición en *treasuries* para tomar una posición en TIPS como protección ante los temores inflacionarios y la posibilidad de alza en las tasas de interés.

Renta Variable

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

Continúa el buen *momentum* económico en la región y la reactivación comienza a ganar tracción en la medida que se aceleran los planes de vacunación y se relajan las medidas de confinamiento. Las perspectivas son positivas y la Comisión Europea aumentó la proyección de crecimiento para este año a 4.3% desde 3.8%.

Los estímulos continúan dando soporte a la recuperación. En tal sentido, el Banco Central Europeo (BCE) ha mostrado un fuerte compromiso a través de una política monetaria expansiva y un programa de compra de activos que estará vigente hasta al menos marzo de 2022. Lo anterior en un contexto de inflación, que, si bien se ha acelerado en los últimos meses, persiste bajo la meta de 2% anual (1.6% anual en abril).

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 sobrepasó los 50 pts. en abril. Por su parte, el sector manufacturero mantiene el optimismo, con el PMI marcando 62.9 pts., el mejor registro en al menos 5 años.

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 30%, dando soporte al precio de las acciones. Destaca la recuperación que ha tenido el sector financiero, que se está beneficiando del empinamiento de las curvas de tasas de interés por el avance de la vacunación y el aumento de las expectativas inflacionarias. La industria financiera ha tenido un rendimiento rezagado en comparación a otros sectores europeos y al mismo sector en Estados Unidos. Esta brecha, se amplió aún más en 2020; sin embargo, en lo que va del año y de la mano de la recuperación económica y rotación de flujos desde inversiones growth a value, la industria financiera ha tenido el mejor desempeño sectorial de la región. Por su parte, las valorizaciones de las acciones europeas se mantienen transando con descuento respecto a pares desarrollados (tanto P/U fwd. como P/VL).

Las acciones europeas ofrecen mayor exposición cíclica que las acciones estadounidenses, lo que permitiría que la brecha de desempeño se comience a cerrar en los meses siguientes en la medida que se consolide la recuperación económica por lo que decide **mantener una posición neutral en acciones europeas *large cap y small caps***.

Reino Unido: se mantiene en *overweight* la posición

El país ha tenido un fuerte descenso en los contagios de covid-19. El pasado 12 de abril se suavizaron las medidas sanitarias y se reabrieron actividades no esenciales como los bares, gimnasios, entre otros. La reapertura de la economía ha sido apoyada por un exitoso proceso de vacunación, con un 27% de la población inmunizada. Esto genera expectativas positivas a mediano plazo, que, junto a la gradual reapertura de la economía, implicaría una pronta vuelta a la normalidad.

El PIB del primer trimestre de 2021 se contrajo 1.5% trimestral, luego de un confinamiento más estricto los primeros meses del año. El nivel de PIB aún está ~8% bajo el nivel del cuarto trimestre de 2019, pero el éxito en la implementación de vacunas y la reciente reapertura económica llevaron que el Banco de Inglaterra corrigiera la estimación de crecimiento al alza para este año, desde un 5% estimado en febrero a un 7.25%, destacando que el nivel de producto pre-pandemia se podría alcanzar a fin de año. Por su parte, la inflación se ha mantenido contenida a largo de la pandemia y en marzo fue 0.7% anual. El FMI espera que, al igual que en otros países, la inflación aumente y se sitúe en torno al 1.5% a finales de año.

Con la reapertura económica que comenzó en marzo, los indicadores de actividad rebotaron fuertemente. Los indicadores líderes PMIs están alcanzando máximos históricos con el de servicio y el manufacturero en torno a 60 pts. El PMI de servicios subió sustancialmente desde febrero en respuesta a la relajación de las medidas de confinamiento y la reapertura de servicios no esenciales. El consumo también recupera dinamismo y las ventas minoristas de marzo crecieron 4.9% mensual y 7.9% en 12 meses.

Las autoridades están comprometidas con la economía. El banco central ha mantenido la tasa de interés de referencia en un mínimo histórico de 0.10% y un plan de compra de activos, lo cual ha permitido mantener condiciones financieras favorables con amplia liquidez. Por otro lado, el Gobierno aumentó en marzo el estímulo fiscal en £65 mil millones, lo que eleva el apoyo fiscal total a más de £407 mil millones, representando más de 50% del PIB.

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 a *Brexit*. No obstante, desde hace 6 meses la brecha se ha acortado y los fundamentos macro y corporativos sugieren que existe el potencial para que la renta variable británica siga recuperándose.

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

Para este año las proyecciones de utilidades corporativas indican un crecimiento de utilidades cercano a 55%, el cual sería principalmente impulsado por los sectores industrial, de materiales, consumo básico y financiero. Ello se compara favorablemente con los estimados equivalentes para el resto de Europa (~29% MSCI Europa ex UK).

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

Además, el MSCI UK tiene un atractivo *dividend yield* en torno al 3.6%, lo que es favorable en un contexto de bajas tasas de interés, y el cual está bajo el *dividend yield* promedio de 5 años de 4.4%. En la medida que la recuperación económica se consolide las empresas deberían volver a pagar dividendos a niveles pre pandémicos.

Finalmente, en cuanto a flujos, los ETF que invierten en acciones británicas han recibido flujos netos por 7.2% del patrimonio administrado en lo que va del año (AUM por su sigla en inglés) y por 13.6% en 12 meses, lo que confirma el interés de los inversionistas.

Por la serie de razones anteriores **se decide mantener la sobreexposición a acciones británicas.**

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

La recuperación económica continúa impulsada por la eficiencia de la vacunación (un 35% 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 comprada de activos) dado que espera que el alza inflacionaria sea transitoria y por efectos de base de comparación.

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

Respecto a la recuperación económica, ésta se consolida junto con la confianza. Los indicadores líderes se mantuvieron en terreno de expansión y tanto los PMI como ISM estuvieron sobre 60 pts. durante abril. Además,

Los indicadores de confianza del *Conference Board* y de la U. de Michigan sorprendieron positivamente y vuelven a tocar niveles pre-pandemia llegando a niveles de optimismo. Sin embargo, el mercado laboral mostró un revés en abril, con la creación de empleo decepcionando al llegar a 266 mil nuevos puestos de trabajo cuando se esperaban cerca de un millón. Con ello, la tasa de desempleo aumentó a 6.1% desde 6% en marzo. La razón tras la menor creación de empleo sería un problema de oferta más que de demanda, debido a que los americanos no estarían buscando trabajo debido a los estímulos fiscales que están recibiendo.

Respecto al sector corporativo, los reportes del primer trimestre han superado las expectativas para cerca de un 90% de las empresas que han reportado, con las utilidades creciendo cerca de un 40% en promedio y siendo el sector financiero uno de los que más ha sorprendido al alza. Actualmente se estima una expansión de las utilidades en torno a 30% para este año y de 12% para el próximo. Por su parte, las valorizaciones continúan luciendo caras y tanto la razón P/U fwd. y P/VL se ubican más de dos desviaciones estándar sobre sus promedios de los últimos 5 años. Lo anterior no ha impedido que continúe el apetito por las acciones estadounidenses y en el último mes se registraron entradas netas a ETF's por 1.3% del total de activos manejados.

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

Japón: Se mantiene *underweight* en acciones japonesas

El mercado japonés continuó viéndose rezagado durante abril. El aumento de casos de covid-19 en los últimos meses no ha cedido lo que se ha sumado a un lento avance en el programa de vacunación afectando las perspectivas económicas y/o corporativas. Actualmente se están reportando más de 40 casos diarios por millón de habitantes v/s los menos de 10 que se observaban en febrero de este año. Por otro lado, menos de un 3% de la población ha recibido al menos una dosis lo que queda muy lejos de países como Estados Unidos y/o el Reino Unido con más de un 40% de la población con al menos una dosis.

En este escenario, el PMI de servicios se mantuvo en terreno de contracción económica en abril y registró 49.5 pts. Por su parte, la mayor demanda global da soporte a la producción y el PMI de manufactura se mantuvo en terreno de expansión registrando 51 pts. En tanto, indicadores de actividad como las ventas minoristas y/o la producción industrial mejoraron levemente en marzo con aumentos de 1.2% y 2.2% 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 logrado en los últimos años y aún se mantiene lejos de ésta (en marzo fue de -0.2% anual). Lo anterior permitirá mantener una política monetaria expansiva por un largo período, incluso más allá que pares globales como el Fed o el Banco Central Europeo.

Con respecto al sector corporativo, las utilidades han sorprendido al alza en el primer trimestre del año, en línea con lo que ha sucedido en el resto del mundo. Actualmente se estima una expansión de las utilidades de más de 60% para el 2021. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo caras con la razón P/U fwd. y P/VL sobre sus promedios de los últimos 5 años. En cuanto a flujos, se registraron entradas marginales a ETF's en el último mes por 0.2% del total de activos manejados. Dado que las perspectivas económicas y corporativas se siguen viendo 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 atractivas, **se decide mantener la subexposición a acciones japonesas.**

Acciones Emergentes: Se mantiene el *overweight*

Se siguió consolidando la rotación hacia los activos más rezagados durante abril y tanto Latinoamérica como EMEA registraron un *outperformance* relativo a Asia Emergente que sigue viéndose afectado por el débil

desempeño de China en los últimos meses. La moderación en la recuperación económica y ruidos regulatorios permanentes en contra de las grandes tecnológicas del país han afectado las perspectivas corporativas de las compañías. Por su parte, en Latinoamérica y EMEA se comienzan a observar caídas en los casos de covid-19 además de un mayor avance en el programa de vacunación. Lo anterior se suma a las alzas en los *commodities* que continúan viéndose impulsados por los planes fiscales alrededor del mundo. En este escenario, se decide **mantener el overweight en mercados emergentes, concentrándolo en Latinoamérica y Asia EM ex China**. Además, **se reduce la subexposición a las acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África**.

América Latina: Se mantiene el overweight

El escenario descrito anteriormente de retroceso de la pandemia y avance en la vacunación, sumado a la rotación hacia activos más rezagados, entre los que destaca la región, se plasmó en un avance de 6.0% en USD en abril liderado por Brasil principalmente. Sin embargo, el importante rezago de los activos latinoamericanos respecto a todas las demás regiones está lejos de acabarse, lo que, sumado a las alzas de *commodities* y a valorizaciones atractivas, nos llevan a **mantener el overweight en acciones latinoamericanas**.

A mediados de abril, **Brasil** alcanzó el *peak* de contagios por coronavirus en su segunda ola, la cual provocó el colapso del sistema sanitario en la mayoría de los estados del país. La mejoría de la pandemia desde entonces, sumado a la aceleración del proceso de vacunación, que en la actualidad supera las 800,000 dosis diarias en promedio con más de 17 millones de personas inmunizadas con las dos dosis (8% de la población), permiten aliviar la presión sobre el gobierno de Jair Bolsonaro, quien ha dejado de caer en las encuestas con cerca del 32% de aprobación. Con todo, la recuperación está recién comenzando, con los PMI de manufactura y servicios de abril cayendo a 52.3 y 42.9 pts. respectivamente, impactados por las medidas de confinamiento que han permitido disminuir la propagación de la enfermedad. La economía por su parte ha demostrado ser más resiliente respecto al impacto que se esperaba el primer trimestre por los confinamientos, en donde destacan la producción industrial y las ventas minoristas de marzo. Estas, superaron ampliamente las expectativas, con la primera cayendo 2.4% mensual (versus el -3.0% esperado) y la segunda retrocediendo 0.6% mensual, lejos de la caída de 5.4% esperada.

Por otra parte, producto del alza en la inflación que se ha evidenciado en el país, el Banco Central decidió aumentar 75 pbs. la tasa Selic hasta 3.50% en su reunión de política monetaria de mayo, como era esperado por el mercado. En el comunicado publicado, se desprende que probablemente se impulse otra alza similar la próxima reunión de política monetaria (15 a 16 de junio), para finalizar el año cercana a 5.5%. Finalmente, las valorizaciones muestran un punto de entrada atractivo, con la razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región. Dada la mejor resiliencia respecto a las caídas esperadas, la aceleración de la vacunación junto al retroceso de la pandemia, y los precios de los activos especialmente castigados relativo a la región y al resto del mundo, se decide **mantener la sobreexposición en acciones brasileñas**.

En el caso de **México**, la pandemia sigue bajo control de acuerdo con las cifras oficiales, con cerca de 50,000 test de coronavirus por millón de habitantes -la más baja por amplio margen de la región-, que aumenta las sospechas respecto a la validez de la información. Con todo, las medidas de confinamiento se han relajado, y casi la mitad de los estados del país se encuentran en la fase con menores restricciones a la movilidad (color verde en el semáforo de riesgo epidemiológico). Lo anterior, ha permitido mantener la perspectiva positiva respecto a la recuperación económica en el país, con los indicadores líder IMEF manufacturero y no manufacturero en abril manteniéndose sobre el nivel neutral de 50 pts. Además, el mercado laboral continúa su recuperación, con la tasa de desempleo en marzo retrocediendo a 3.9% desde el 4.4% anterior, alcanzando el nivel más bajo del año, y recuperando cerca del 88% de los 12 millones de trabajos que abandonaron la población económicamente activa producto del shock de la pandemia. La aceleración de la inflación a 6.1% interanual en marzo es un riesgo a monitorear, pero, de todas formas, las expectativas apuntan a una mantención de la tasa de política monetaria en la próxima reunión de Banxico, debido al carácter transitorio que tendría el aumento de precios. Por su parte, las valorizaciones continúan atractivas a nivel local, con la razón P/U *fwd.* 12 meses y la P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años. El escenario benigno de la evolución de la pandemia, sumado a la fuerza de recuperación de su principal socio comercial (EE.UU.), y a valorizaciones atractivas a nivel local, nos llevan a **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas**.

En **Chile**, la pandemia retrocede y las restricciones a la movilidad de la población se relajan, en medio de un proceso de vacunación que avanza con cerca del 40% de la población inoculada con las 2 dosis de las vacunas. Por su parte, los datos económicos sorprenden positivamente al consenso de mercado, con la actividad económica creciendo a su mejor ritmo en más de 2 años al avanzar 6.4% anual en marzo, lo que, cabe mencionar, se debió en gran parte a la baja base de comparación. Por su parte, la inflación en abril fue 3.3% a doce meses, cercano a la meta de 3% del Banco Central, indicando que aún no se observa una aceleración preocupante en los precios. Además, el tercer retiro de fondos previsionales, sumado a los mayores estímulos fiscales impulsados por el gobierno, conforman un contexto optimista en cuanto a recuperación económica.

Aún en el escenario descrito, a días de la elección que definirá los participantes de la convención que redactará la nueva constitución, la incertidumbre proveniente de la desaprobación ciudadana de las instituciones en general preocupa, lo que provocó caídas considerables en los activos chilenos en abril. A pesar de esto, el escenario en extremo negativo incorporado en los precios no sería justificado, lo que ha permitido una recuperación los primeros días de mayo. Por su parte, el precio del cobre, fundamental para el ingreso fiscal, goza de un *momentum* muy positivo, alcanzando precios históricos por sobre USD 4.7 la libra, con soportes tanto cíclicos como estructurales. Además, las valorizaciones a nivel local aumentan su atractivo en el margen, con las razones P/VL y P/U *fwd.* bajo promedios históricos de 5 años. La mejor respuesta de la economía a los efectos de las cuarentenas, los potentes estímulos fiscales, monetarios y de retiros previsionales, el precio del cobre en máximos, y las valorizaciones atractivas, nos llevan a **mantener la sobreexposición en acciones chilenas**.

En **Colombia**, la complicada situación fiscal del país, que ha mantenido en riesgo la calificación Investment Grade en la deuda soberana, llevó al presidente Iván Duque a impulsar una reforma tributaria -que incluía un alza en el IVA a bienes de la canasta familiar-, con el objetivo de estabilizar las cuentas nacionales. Lo anterior, aumentó el descontento social que se encontraba relativamente contenido hasta ahora, por lo que, tras masivas protestas, el gobierno se vio forzado a retirar la iniciativa. Esto, sin embargo, no apaciguó completamente la violencia, con incidentes que han dejado alrededor de 30 muertos en el país. Los esfuerzos por concretar instancias de “diálogo nacional” comienzan, pero una propuesta de reforma importante, que solucione el problema fiscal, luce poco probable. Por otra parte, la pandemia pareciera haber alcanzado el *peak* en términos de contagios, pero la vacunación aún avanza a un ritmo subóptimo, con cerca del 5% de la población inmunizada. Los indicadores económicos en general mostraban avances respecto a fines del año pasado, pero la reimposición de cuarentenas a nivel nacional en abril sesga las expectativas para los próximos meses a la baja. Por su parte, la inflación sorprendió al consenso de mercado en abril, avanzando 2.0% anual desde el 1.5% anterior impulsado en gran parte por el alza en los precios de los alimentos y de educación, lo que de todas formas permanece dentro de las proyecciones del Banco Central, que espera una convergencia de la inflación al 3% para fines de este año.

En cuanto a valorizaciones, las acciones siguen transando atractivas a nivel local, con la razón P/VL y la P/U *fwd.* por debajo de su promedio a 5 años. Dado el complejo escenario político, social y económico del país, junto con una vacunación que aún no avanza a un ritmo suficiente, **se decide mantener la subponderación en acciones colombianas**.

En el caso del **Perú**, el país parece haber superado el *peak* de contagios de la segunda ola, aunque el ritmo de vacunación aún se encuentra bajo lo esperado, alcanzando un 4% de la población con al menos una dosis. En cuanto a las elecciones del domingo 6 de junio, el candidato de izquierda radical Pedro Castillo lidera las encuestas con un 36% de las preferencias, lo cual se compara con el 30% de la contendora Keiko Fujimori. Lo anterior, provocó fuertes caídas en los activos peruanos, producto de las propuestas disruptivas en términos de estabilidad macroeconómica de Castillo, como el impulso de una nueva constitución, el cierre del congreso en caso de ser necesario, la nacionalización de los recursos naturales, entre otras. Destaca en este sentido el gran porcentaje de indecisos -cercano a 34%- similar a la primera vuelta del 11 de abril. Con todo, el crecimiento esperado de 8.5% este año según el FMI, la inflación aún contenida dentro del rango meta del Banco Central de 1% a 3%, y la capacidad de aumentar los estímulos fiscales indican que la economía debería mostrar una fuerte recuperación los próximos meses. Por su parte, las valorizaciones a nivel local se mantienen atractivas, ubicándose bajo su promedio de los últimos 5 años en el caso de la razón P/U *fwd.* y la razón P/VL. Las fuerzas opuestas de incertidumbre política, pandemia retrocediendo, vacunación decepcionante, valorizaciones

atractivas y gran recuperación económica esperada, se decide **mantener la exposición neutral a acciones peruanas**.

En el caso de **Argentina**, la pandemia pareciera haber superado el *peak* en los contagios, aunque las muertes se han seguido acelerando. El proceso de vacunación avanza, con cerca de 3.5% de la población inoculada con la segunda dosis, y más de un 17% sólo con la primera. La aprobación del gobierno ha decaído, y las pugnas internas continúan, con marcadas diferencias entre el kirchnerismo y la rama más moderada de la coalición de gobierno (Frente de Todos), en donde una destitución del ministro de economía Martín Guzmán es cada vez más probable. Por su parte, las negociaciones con el FMI por la deuda de USD 45,000 millones continúan, en donde el gobierno busca reducir los intereses y aplazar el pago de la deuda, similar a los USD 2,400 millones adeudados al club de París con vencimiento en mayo. La economía detuvo su recuperación en febrero, cayendo 1.0% mensual luego de 9 meses consecutivos de crecimiento, producto de las medidas más estrictas de confinamiento. Además, la inflación en marzo fue de 4.8% mensual, superando las expectativas, lo que corresponde al sexto mes consecutivo con crecimiento sobre 3% mensual, alcanzando un 42% interanual. Lo anterior, a pesar de los estrictos controles de precios, el congelamiento de tarifas y la presión por aumentar la producción ejercida contra las compañías. El gobierno reaccionó a este resultado similar a como lo ha hecho hasta el momento, es decir, con más controles y más presión a los privados, indicando que impondría nuevas medidas como restricciones a la exportación de carne, mayor capacidad de monitoreo de los precios (contrataciones estatales) y acuerdos en distintos sectores para mejorar la predictibilidad de los precios. Las valorizaciones por su parte se mantienen atractivas a nivel local, con una razón P/U *fwd.* y P/VL bajo su promedio de 5 años. Dado el escenario complejo en términos de recuperación económica, situación fiscal, desaprobación del gobierno e inflación muy superior a sus pares, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

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

A diferencia del resto del mundo, **China** comienza a ajustar la política monetaria y fiscal para centrar los esfuerzos en los objetivos estratégicos de largo plazo. Soportado en una recuperación económica rápida y sólida, las autoridades se concentran en controlar los riesgos financieros, impulsar políticas antimonopólicas, detener la especulación en el mercado inmobiliario y comenzar a dibujar el cambio en la matriz energética. Lo anterior no necesariamente implica que el crecimiento económico pase a un papel secundario, pero si genera nuevos riesgos en los próximos meses que aumentan la incertidumbre y que se deben ir monitoreando de cerca.

En tanto, la velocidad de recuperación económica comienza a mostrar signos de moderación. El PIB del primer trimestre del año creció 0.6% respecto al trimestre previo, sorprendiendo negativamente al mercado que estimaba una expansión de 1.4% y desacelerándose respecto al 3.2% del último trimestre del 2020. Por el lado positivo, se comienzan a observar signos de “reequilibrio” en la recuperación luego de que las ventas minoristas sorprendieran al alza a los inversionistas y crecieran más de 34% anual en marzo, sobre el 33.8% de los dos meses previos, a pesar de contar con una mayor base de comparación. Además, los PMI se mantienen en terreno de expansión y los indicadores de manufactura y servicios de abril registraron 51.9 y 56.3 pts. respectivamente.

En cuanto al proceso de vacunación, durante abril se comenzó a observar una mayor velocidad llegando a registrar 0.5 dosis por cada 100 habitantes, sobre las 0.3 que se registraban a fines de marzo. Sin embargo, todavía luce rezagado respecto a países desarrollados como Estados Unidos y/o Reino Unido acumulando 20 dosis por 100 habitantes v/s las casi 80 que registran las naciones previamente mencionadas. Se espera que el proceso continúe acelerándose durante el mes y sea un indicador clave para seguir consolidando la recuperación económica en los próximos meses.

Con respecto al sector corporativo, los reportes han sorprendido al alza al igual que en el resto del mundo, pero con menores sorpresas relativo a desarrollados y/o pares de la región (Taiwán y/o Corea). A su vez, el crecimiento de utilidades ha comenzado a moderar las altas valorizaciones, sin embargo, la razón P/U *fwd.* y P/VL todavía se ubican más de 1.5 desviaciones estándar sobre su promedio de los últimos 5 años. Con respecto a flujos, se ha mantenido el mayor apetito por las acciones chinas, en línea con la mayor liquidez global y en el último mes se registraron entradas por más del 2% del AUM. Si bien las perspectivas económicas y corporativas siguen siendo positivas para el gigante asiático, la moderación en la reactivación económica, valorizaciones que se encarecen y los permanentes ruidos regulatorios **nos llevan a mantener la subexposición en acciones chinas**.

Asia Emergente ex China: Se lleva a OW la exposición en acciones de Asia emergente ex China

La alta demanda de semiconductores ha continuado dando soporte tanto a la economía taiwanesa como coreana y los analistas estiman que el *momentum* de la industria está lejos de acabarse. En este escenario, las utilidades corporativas han crecido significativamente en el primer trimestre además de sorprender al alza a los inversionistas, moderando las altas valorizaciones que se venían observando. Por su parte, el sudeste asiático se beneficiaría de la rotación hacia activos más castigados por la pandemia y de su mayor exposición hacia sectores cíclicos que se verán impulsados por la reactivación económica global y los avances de los programas de vacunación masiva. Con lo anterior, **se decide llevar las acciones de Asia EM ex China a overweight.**

El nuevo foco mundial de la pandemia es **India**. Con más de 400,000 casos y 4,000 muertes diarias, la pandemia esta fuera de control, y, según analistas, aún no se llega al *peak* (el cual sería recién a fines de mayo). Lo anterior seguramente afectará las perspectivas económicas y corporativas pero el efecto sería más acotado que el año pasado. Así lo reflejan los datos de PMI de abril que se mantuvieron en terreno de expansión económica con el indicador de manufactura y servicios registrando 55.5 y 54 pts. respectivamente. Las perspectivas de una amplia reactivación económica global en los próximos meses serían los principales soportes de los indicadores. Además, el Banco de la Reserva ha continuado con una política monetaria expansiva con programas de compra de activos por más de USD 13,000 millones lo que se suma al plan fiscal por 18% del PIB que el gobierno anunció a principios de febrero. En este escenario, las expectativas corporativas siguen siendo positivas y se estima una expansión de las utilidades de más de 90% para el 2021 y de 15% para el 2022. Por su parte, las valorizaciones se han ajustado con los reportes corporativos del primer trimestre y la razón P/U fwd. luce en línea con su promedio de los últimos 5 años. En cuanto a flujos, se registran entradas marginales a ETF's en el último mes. Si bien las perspectivas económicas se ven fuertemente afectadas por la expansión de la pandemia, esto ya habría sido incorporado por el mercado en el último mes, además de valorizaciones que se ajustan lo que **nos lleva a mantener la exposición neutral en acciones indias.**

Por otro lado, en **Corea del Sur**, la actividad económica llegó a niveles pre-pandemia y el PIB del primer trimestre del año creció 1.8% anual, sobre las expectativas y superando la actividad del cuarto trimestre del 2019. El alto dinamismo del comercio internacional impulsado por la alta demanda de semiconductores, chips y productos tecnológicos en general sigue dando soporte a la producción local y se espera que se mantenga en los próximos meses. El PMI manufacturero de abril se mantuvo en terreno de expansión económica y registró 54.6 pts. Además, la confianza de los consumidores se ubicó por segundo mes consecutivo en terreno optimista registrando 102.2 pts. En este escenario las expectativas de crecimiento económico se han venido corrigiendo al alza y actualmente se espera un incremento del PIB en 2021 cercano a 4%. Por su parte, el sector corporativo no se ha quedado atrás y los reportes del primer trimestre sorprendieron positivamente y actualmente se estima una expansión de más de 70% de las utilidades para 2021 y de más de 20% para 2022. Las mejores perspectivas corporativas y económicas se han traducido en alzas en los mercados accionarios lo que encareció las valorizaciones con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose más de una desviación estándar sobre su promedio de los últimos 5 años. Lo anterior ha moderado el apetito por las acciones coreanas y en el último mes se registran salidas netas de ETF's por más de 1% del AUM. Si bien las valorizaciones se encarecen, las mejores perspectivas económicas y corporativas **nos llevan a mantener la sobreexposición en acciones coreanas.**

Similar al caso de Corea, **Taiwán** ha visto un impulso significativo de su economía motivado por un eficiente control de la pandemia y la alta demanda externa de semiconductores. En el primer trimestre del año el PIB creció 8.2%, muy por sobre el 6% que se anticipaba y llegando al mayor avance desde el 2010. Con lo anterior se espera que el PIB para 2021 crezca entre 6-7%, lo que también sería el mayor nivel desde el 2010. En tanto, el PMI de manufactura de abril continuó en terreno de amplia expansión económica y registró 62.4 pts. En cuanto al sector corporativo, las utilidades comenzaron el año expandiéndose significativamente y sorprendiendo positivamente. Actualmente, se espera una expansión de casi 30% para el 2021. Por su parte, las valorizaciones se han encarecido y la razón P/U fwd. y P/VL se ubican más de 1.5 desviaciones estándar sobre su promedio histórico. Lo anterior no ha impedido que el apetito por las acciones locales continúe y en el último mes se registraron entradas netas a ETF's por casi 4% del total de activos manejados. Si bien las perspectivas económicas y corporativas son positivas para el resto del año, valorizaciones que se encarecen y riesgos geopolíticos con China nos llevan a mantener mayor cautela y **conservar el neutral en acciones taiwanesas.**

Finalmente, en el **sudeste asiático** (Tailandia, Indonesia, Filipinas, Malasia) la economía continúa recuperándose con un menor dinamismo que sus pares regionales dado un menor control de la pandemia y un lento avance de los programas de vacunación. No obstante, en la medida que los programas de vacunación avancen tanto a nivel global como local se espera una progresiva recuperación de los sectores más cíclicos lo que beneficiaría a la región. En este escenario, los PMI de manufactura para Indonesia, Tailandia y Filipinas se ubicaron en terreno de expansión económica en abril con todos los indicadores aumentando respecto al mes previo. En cuanto al sector corporativo, las sorpresas han sido más moderadas que en el resto de emergentes, pero igualmente han sido en general positivas. Para el 2021 se sigue estimando una expansión de las utilidades cercana a 60% y de 12% para el próximo año. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL bajo sus promedios de los últimos 5 años. En cuanto a flujos, se ha registrado un menor apetito por las acciones de la región con salidas entre 2 y 4% del total de activos manejados en el último mes. Si bien las perspectivas económicas y corporativas son menos optimistas respecto a pares regionales, la rotación hacia los activos más cíclicos y valorizaciones atractivas **nos llevan a mantener una sobreexposición en las acciones del sudeste asiático.**

EMEA: Se reduce el *underweight*

Las alzas en los *commodities* impulsados por planes fiscal expansivos a lo largo del mundo mejoran las perspectivas económicas de la región. Además, la rotación hacia los sectores más castigados y/o cíclicos se mantendría en los próximos meses beneficiando a los mercados con una mayor exposición a sectores “*value*”. A pesar de lo anterior, la incertidumbre política y económica continúa en la región. Dado que el escenario mejora (aunque todavía se observa una alta incertidumbre), **se decide reducir la subexposición a las acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África.**

En tanto, los nuevos casos diarios se han mantenido controlados en **Sudáfrica** permitiendo no imponer nuevas restricciones a la movilidad. Sin embargo, el proceso de vacunación ha tenido escasos avances y actualmente se acumula menos de una dosis por cada 100 habitantes desde que se comenzó a inocular. A pesar de lo anterior, el alza en las materias primas y las menores restricciones hacen crecer las expectativas sobre la economía sudafricana y así lo refleja el PMI de manufacturas de abril que registró 56.2 pts., manteniéndose en terreno de expansión económica. En cuanto al sector corporativo, se espera un incremento de las utilidades de más de 80% para el 2021 (sobre el 65% del mes previo) y de 16% para el próximo año. Por su parte, las valorizaciones lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL bajo su promedio de los últimos 5 años. Si bien las perspectivas económicas y corporativas mejoran en las últimas semanas, la alta inestabilidad política y macroeconómica del país **nos llevan a mantener una exposición neutral a acciones sudafricanas.**

Por su parte, **Rusia** también ha mantenido controlada la pandemia en las últimas semanas. Además, ha visto un mayor avance de su programa de vacunación con más de 14 dosis por cada 100 habitantes. A lo anterior se suma un aumento significativo en el precio del petróleo en los últimos meses lo que seguramente beneficiará a una economía con una alta exposición al *commodity*. Lo anterior se siguió reflejando en el PMI compuesto de abril, el cual registró 54 pts., manteniéndose en terreno de expansión económica. Con respecto al sector corporativo, se espera una expansión de las utilidades de más de 100% para el 2021, principalmente impulsado por las alzas del petróleo ya mencionadas y la baja base de comparación del año pasado. Con respecto a valorizaciones, estas lucen caras con la razón P/U fwd. y P/VL sobre sus promedios de los últimos 5 años lo que ha moderado el apetito por las acciones rusas con salidas de ETF's por 0.3% del total de activos manejados. Tanto las perspectivas corporativas como económicas mejoran hacia los próximos meses, sin embargo, las altas valorizaciones y flujos ausentes **nos llevan a mantener el neutral en acciones rusas.**

Por otro lado, en **Turquía**, disminuyen los ruidos políticos y/o económicos luego de que el presidente Recep Erdogan despidiera al expresidente del Banco Central, Naci Agbal. En la última reunión de política monetaria se decidió mantener la tasa de referencia en 19% en línea con lo estimado por el mercado, y se anticipó que no se movería la tasa hasta que la inflación se moderara (actualmente se ubica en 17.1% anual) lo cual fue recibido con optimismo por los analistas. En tanto, el PMI de manufactura fue de 50.4 pts., manteniéndose en terreno de expansión económica para los próximos 6-12 meses. Con respecto al sector corporativo, se estima una expansión de las utilidades cercana a 40% para 2021 y en torno a 30% para 2022. En tanto, las valorizaciones lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL más de una desviación estándar bajo su promedio histórico. Lo anterior ha impulsado levemente el apetito de los inversionistas globales y en el último mes se registran entradas netas a

ETF's por 0.6% del AUM. Si bien la situación económica, política y sanitaria mejora respecto al mes previo, la alta inestabilidad de los últimos años nos lleva a mantener cautela y **seguir con la subexposición a acciones turcas**.

Se mantiene el neutral en la exposición a las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). El mayor control de la pandemia y los avances en los programas de vacunación masiva mejoran las expectativas económicas de la región. Sin embargo, el fuerte golpe económico que dejó la pandemia nos lleva a mantener mayor cautela.

Por último, en **Arabia Saudita** las perspectivas económicas se mantienen positivas para los próximos meses y el PMI de manufactura de abril se ubicó en 55.2 pt., sobre los 53.3 pts. del mes previo y manteniéndose en terreno de expansión. Además, el petróleo continuó con las alzas en las últimas semanas lo que dará soporte a la reactivación económica local. En este escenario, las utilidades se expandirían más de un 65% durante el 2021 y más de 10% el 2022. Lo anterior ha impulsado en el margen el apetito de los inversionistas globales registrando entradas a ETF's por 0.3% del total de activos administrados. Las perspectivas económicas y corporativas mejoran para los próximos meses, sin embargo, valorizaciones que se encarecen (P/U fwd. y P/VL más de una desviación estándar respecto a promedio de los últimos 5 años) **nos llevan a mantener el neutral en acciones saudíes**.

Renta Fija

US Treasuries: underweight bonos nominales, pero overweight en TIPS

Los temores inflacionarios continúan presentes generando presiones al alza en las tasas de interés. En el último reporte de inflación de abril, ésta fue de 4.2% anual, sorprendiendo al alza a los inversionistas y alejándose del rango meta del Fed. Por el momento, el escenario base del Fed sigue siendo de que el aumento será transitorio, sin embargo, los ruidos permanecerán en el corto plazo en la medida que avanzan los programas de vacunación masiva y se reactiva la economía. En este escenario, se favorece la exposición a TIPS (dejándolo en *overweight*), en desmedro de la exposición en *US Treasuries* nominales.

US Mortgages: neutral

El último informe de empleo de abril decepcionó al mercado. Las nóminas de trabajo no agrícola fueron apenas 266mil (vs las casi un millón que anticipaban los analistas) y la tasa de desempleo subió levemente a 6.1% (vs el 5.8% esperado por el mercado). Lo anterior da cuenta de un mercado laboral que se mantiene débil y que todavía le queda un largo camino por recorrer para llegar a niveles pre pandémicos. En este escenario, se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

Si bien las perspectivas económicas continúan mejorando, con avances en los programas de vacunación y menores restricciones a la movilidad, *spreads* altamente comprimidos y la mayor duración de la subclase de activo respecto a otras opciones nos llevan a mantener la subexposición a *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Si bien los *spreads* se han comprimido en los últimos meses en línea con las otras clases de activo, un *yield* ajustado por riesgo más atractivo, además de una menor duración nos llevan a mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Un *yield* ajustado por riesgo poco atractivo, además de una alta duración de la subclase de activo, nos llevan a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Al igual que el caso estadounidense, la subclase de activo presenta un *yield* ajustado por riesgo atractivo relativo a otras alternativas, además de una menor duración. A lo anterior se suma una mejora en las perspectivas económicas de la región dado los avances en los programas de vacunación y menores restricciones a la movilidad. En este escenario, se decide aumentar la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: *underweight*

Al igual que el caso europeo, la subclase de activo presenta un *yield* ajustado por riesgo poco atractivo además de una alta duración de casi 10 años. Dado lo anterior, se decide mantener la subexposición a *Japan Broad*.

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

Si bien los *spreads* se han venido comprimiendo desde el año pasado (en línea con las otras subclases de activo), la deuda corporativa de menor calidad crediticia presenta un *yield* atractivo ajustado por riesgo en la medida que la economía continúa recuperándose, los planes de vacunación avanzan y los nuevos casos diarios habrían alcanzado un *peak* en la mayoría de los países de Latinoamérica y EMEA. Por otro lado, la alta inestabilidad macroeconómica y política de las regiones mencionadas continúa presente, lo que nos lleva a mantener mayor cautela. En este escenario se decide solo favorecer la **deuda corporativa emergente High Yield**, llevándola a *overweight* y mantener una exposición neutral en la demás subclase de activo.

Exposición a monedas – mayo 2021

| Monedas | Bench. | Marzo | Abril | OW/UW | Cambio | |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| USD | 43.8% | 46.3% | 46.7% | OW | 2.9% | 0.3% |
| EUR | 16.3% | 12.8% | 12.8% | UW | -3.6% | |
| GBP | 1.4% | 1.7% | 2.0% | OW | 0.6% | 0.3% |
| JPY | 7.4% | 2.9% | 2.9% | UW | -4.5% | |
| GEMs | 31.1% | 36.3% | 35.7% | OW | 4.6% | -0.7% |
| | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | |

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

Para mayo se decidió mantener el OW en dólar derivado del posicionamiento utilizándolo como *hedge* ante posibles escenarios de mayor volatilidad y/o aversión al riesgo.

Resultados TAACo Global – abril 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% | 3.6% | 1.8% | 2.2% | 13.6 | 6.1 |
| Renta Fija | 50% | 35% | -15% | 0.9% | 0.4% | 0.3% | 20.5 | 3.6 |
| Caja | 0% | 5% | 5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | -11.3 | |
| Cobertura | | | | | | 0.0% | 0.0 | |
| Portafolio | | | | | 2.26% | 2.58% | 22.9 | 9.7 |
| <i>Outperformance / Underperformance (bps)</i> | | | | | | | | 32.6 |
| Europe ex UK | 12.2% | 12.2% | 0.0% | 4.1% | 0.50% | 0.50% | 0.0 | |
| Europe Small Cap ex UK | 1.3% | 0.3% | -1.0% | 5.9% | 0.08% | 0.02% | -2.2 | |
| UK | 2.8% | 3.3% | 0.5% | 4.1% | 0.11% | 0.13% | 0.2 | |
| US Large Cap Growth | 15.3% | 14.3% | -1.0% | 7.6% | 1.17% | 1.09% | -4.0 | |
| US Large Cap Value | 13.0% | 14.4% | 1.4% | 3.1% | 0.41% | 0.45% | -0.7 | |
| US Small Caps | 3.4% | 4.3% | 0.9% | 3.7% | 0.12% | 0.16% | 0.0 | |
| Japan | 5.6% | 2.5% | -3.1% | -1.5% | -0.09% | -0.04% | 16.0 | |
| Desarrollados | 53.6% | 51.3% | -2.3% | 4.3% | 2.31% | 2.32% | 9.3 | |
| LatAm | 4.3% | 8.3% | 4.0% | 3.2% | 0.14% | 0.26% | -1.7 | |
| LatAm Small Cap | 0.6% | 2.0% | 1.4% | 5.3% | 0.03% | 0.11% | 2.4 | |
| EM Asia | 30.2% | 30.2% | 0.0% | 2.3% | 0.71% | 0.71% | 0.0 | |
| EM Asia Small Cap | 3.1% | 2.6% | -0.5% | 5.9% | 0.18% | 0.15% | -1.1 | |
| EM Europe and Middle East | 8.2% | 5.6% | -2.6% | 3.1% | 0.26% | 0.17% | 1.3 | |
| Emergentes | 46.4% | 48.7% | 2.3% | 2.8% | 1.32% | 1.41% | 0.8 | |
| Equities | | | | | 3.62% | 3.73% | 10.2 | |
| US Govt Agencies | 11.0% | 10.5% | -0.5% | 0.8% | 0.08% | 0.08% | 0.1 | |
| US Mortgages | 7.7% | 7.7% | 0.0% | 0.6% | 0.04% | 0.04% | 0.0 | |
| US Corps | 7.3% | 6.3% | -1.0% | 1.1% | 0.08% | 0.07% | -0.2 | |
| US High Yield | 1.6% | 4.6% | 3.0% | 1.1% | 0.02% | 0.05% | 0.6 | |
| Europe Broad | 18.6% | 13.0% | -5.6% | -0.7% | -0.13% | -0.09% | 9.0 | |
| Europe High Yield | 0.5% | 2.0% | 1.5% | 0.4% | 0.00% | 0.01% | -0.7 | |
| Japan Broad | 9.2% | 4.1% | -5.1% | 1.4% | 0.13% | 0.06% | -2.8 | |
| Deuda Desarrollados | 55.9% | 48.2% | -7.7% | 0.4% | 0.23% | 0.22% | 5.9 | |
| EM Sovereign | 14.2% | 16.7% | 2.5% | 1.9% | 0.27% | 0.32% | 2.5 | |
| EM Corporate | 14.1% | 16.7% | 2.6% | 0.3% | 0.04% | 0.05% | -1.5 | |
| EM Local Markets | 15.8% | 18.4% | 2.6% | 2.2% | 0.35% | 0.41% | 3.5 | |
| Deuda Emergente | 44.1% | 51.8% | 7.7% | 1.5% | 0.67% | 0.78% | 4.5 | |
| Fixed Income | | | | | 0.89% | 1.00% | 10.4 | |

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

En abril el portafolio del TAACo global rentó 2.6%, 33 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Tanto la asignación de activos como la selectividad agregaron valor en el portafolio, aunque la posición en caja generó pérdidas relativas.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 3.7%, 10 pbs. mejor que el desempeño del *benchmark*. La subexposición en acciones japonesas y en menor medida la sobreexposición a América Latina fueron lo que más generó valor.

En cuanto a la cartera de renta fija, la cartera del TAACo rentó 1.0%, 10 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó valor la sobreexposición a productos emergentes sobre desarrollados, así como el *underweight* en *Europe 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 | 2.6% | 3.2% | 3.0% | 27.2% | 6.5% | 7.9% | 4.6% | 7.4% | 9.6% |
| Benchmark | 2.3% | 2.3% | 2.2% | 24.1% | 6.1% | 7.1% | 4.1% | 5.7% | 8.9% |
| Out/Under perf. (bps) | 33 | 92 | 84 | 310 | 36 | 80 | 50 | 169 | |
| Acciones | 3.7% | 6.8% | 7.0% | 46.3% | 8.6% | 11.0% | 5.7% | 5.5% | 14.3% |
| Benchmark | 3.6% | 6.6% | 7.2% | 45.0% | 8.5% | 10.9% | 5.4% | 4.8% | 14.2% |
| Europe ex UK | 4.1% | 9.3% | 7.3% | 43.7% | 5.8% | 7.6% | 2.8% | 4.1% | 16.5% |
| Europe Small Cap ex UK | 5.9% | 10.6% | 10.5% | 66.0% | 8.4% | 11.5% | 6.7% | 11.2% | 19.8% |
| UK | 4.1% | 9.6% | 9.3% | 27.9% | -3.3% | 0.3% | -1.0% | 0.4% | 16.8% |
| US Large Cap Growth | 7.6% | 8.8% | 8.1% | 53.2% | 26.2% | 23.0% | 16.8% | -- | 16.3% |
| US Large Cap Value | 3.1% | 14.4% | 12.6% | 33.2% | 8.3% | 8.5% | 7.5% | 5.1% | 15.0% |
| US Small Caps | 3.7% | 12.5% | 16.7% | 74.0% | 15.1% | 15.1% | 10.9% | 11.8% | 20.4% |
| Japan | -1.5% | 0.3% | -0.7% | 28.3% | 3.4% | 7.0% | 5.0% | 2.7% | 12.9% |
| Desarrollados [1] | 4.5% | 10.9% | 9.8% | 45.3% | 14.1% | 14.0% | 9.9% | 8.7% | 14.7% |
| LatAm | 3.2% | 4.0% | -3.1% | 42.2% | -7.4% | 0.7% | -6.5% | 6.0% | 29.0% |
| LatAm Small Cap | 5.3% | 8.0% | 0.9% | 54.7% | -3.2% | 4.3% | -6.7% | 9.2% | 31.1% |
| EM Asia | 2.3% | 0.1% | 4.3% | 47.4% | 8.0% | 12.9% | 4.2% | 10.8% | 15.9% |
| EM Asia Small Cap | 5.9% | 14.9% | 15.4% | 74.0% | 6.9% | 9.6% | 3.0% | 10.5% | 18.5% |
| EM Europe and Middle East | 3.1% | 8.7% | 9.1% | 29.6% | 0.1% | 2.3% | -6.3% | 3.6% | 18.6% |
| Emergentes [1] | 2.9% | 1.7% | 4.8% | 48.7% | 7.5% | 12.5% | 3.6% | 12.5% | 16.4% |
| Renta fija | 1.0% | -1.6% | -2.3% | 7.4% | 3.7% | 3.7% | 2.8% | 6.5% | 5.3% |
| Benchmark | 0.9% | -2.0% | -2.7% | 5.8% | 3.3% | 3.1% | 2.3% | 5.7% | 5.2% |
| US Govt Agencies | 0.8% | -2.6% | -3.5% | -4.3% | 4.6% | 2.4% | 2.9% | 5.2% | 4.1% |
| US Mortgages | 0.6% | -0.6% | -0.6% | -0.2% | 4.1% | 2.5% | 2.8% | 5.4% | 2.1% |
| US Corps | 1.1% | -2.3% | -3.6% | 4.5% | 6.9% | 4.9% | 5.0% | 7.2% | 6.0% |
| US High Yield | 1.1% | 1.6% | 1.9% | 19.7% | 7.0% | 7.5% | 6.4% | 9.7% | 7.4% |
| Europe Broad | -0.7% | -2.1% | -2.6% | 1.3% | 2.4% | 1.9% | 4.0% | 5.5% | 3.4% |
| Europe High Yield | 0.4% | 2.0% | 2.6% | 15.7% | 4.0% | 4.5% | 6.3% | 9.2% | 8.0% |
| Japan Broad | 1.4% | -4.2% | -5.8% | -3.0% | 0.4% | -0.5% | -1.4% | 2.5% | 8.6% |
| Deuda Desarrollados [1] | 0.5% | -1.7% | -2.3% | 2.2% | | | | | |
| EM Sovereign | 1.9% | -1.7% | -2.9% | 14.0% | 5.0% | 4.7% | 5.4% | 9.9% | 8.6% |
| EM Corporate | 0.3% | -0.6% | -0.8% | 12.1% | 6.7% | 6.1% | 5.4% | -- | 5.9% |
| EM Local Markets | 2.2% | -2.3% | -3.0% | 12.8% | 1.2% | 3.5% | 0.3% | -- | 11.7% |
| Deuda Emergentes [1] | 1.5% | -1.6% | -2.3% | 12.9% | | | | | |
| Caja | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.4% | 1.1% | 0.6% | 1.7% | 0.3% |

* 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 | 21.3x | 14.6x | 2.0% | 3.3x | 2.2x | 71% | 12% | 15% | 0.3 |
| US | 23.8x | 15.5x | 1.0% | 4.8x | 2.8x | 44% | 12% | 30% | 0.5 |
| Europe | 17.8x | 12.9x | 3.0% | 2.2x | 1.8x | 176% | 12% | 8% | 0.1 |
| Japan | 17.5x | 15.0x | 2.0% | 1.6x | 1.3x | 61% | 13% | 7% | 0.3 |
| EM | 15.4x | 11.5x | 2.0% | 2.2x | 1.8x | 54% | 14% | 12% | 0.3 |
| EM Asia | 16.8x | 12.1x | 2.0% | 2.3x | 1.8x | 40% | 16% | 11% | 0.4 |
| CEEMEA | 11.6x | 9.4x | 5.0% | 1.7x | 1.6x | 87% | 12% | 12% | 0.1 |
| LatAm | 12.1x | 12.1x | 4.0% | 2.2x | 2.0x | 170% | 1% | 19% | 0.1 |
| China | 16.3x | 11.8x | 2.0% | 2.4x | 2.0x | 21% | 17% | 11% | 0.8 |
| S.Korea | 13.8x | 9.8x | 2.0% | 1.4x | 1.2x | 71% | 21% | 13% | 0.2 |
| Taiwan | 19.7x | 14.3x | 3.0% | 3.1x | 1.9x | 28% | 8% | 18% | 0.7 |
| India | 21.7x | 16.6x | 1.0% | 3.4x | 3.3x | 92% | 15% | 14% | 0.2 |
| Indonesia | 15.5x | 13.9x | 3.0% | 2.3x | 3.4x | 28% | 20% | 15% | 0.6 |
| Malaysia | 14.3x | 14.9x | 4.0% | 1.7x | 2.0x | 75% | -8% | 11% | 0.2 |
| Thailand | 19.1x | 12.7x | 3.0% | 1.9x | 2.0x | 38% | 16% | 9% | 0.5 |
| Philippines | 16.3x | 16.1x | 2.0% | 1.7x | 2.6x | 71% | 24% | 9% | 0.2 |
| S.Africa | 11.2x | 12.5x | 4.0% | 2.2x | 2.5x | 84% | 16% | 17% | 0.1 |
| Russia | 8.3x | 6.5x | 8.0% | 1.1x | 1.1x | 126% | 7% | 12% | 0.1 |
| Turkey | 5.6x | 8.5x | 7.0% | 0.9x | 1.5x | 39% | 32% | 14% | 0.1 |
| S.Arabia | 20.0x | 14.0x | 3.0% | 2.6x | 2.4x | 66% | 13% | 26% | 0.3 |
| UAE | 12.0x | 11.0x | 4.0% | 1.2x | 1.5x | 14% | 17% | 11% | 0.9 |
| Brazil | 10.6x | 10.9x | 5.0% | 2.4x | 1.8x | 173% | -4% | 20% | 0.1 |
| Mexico | 15.3x | 15.0x | 3.0% | 2.3x | 2.7x | 136% | 9% | 24% | 0.1 |
| Chile | 17.5x | 15.9x | 7.0% | 1.6x | 2.0x | 90% | 8% | 14% | 0.2 |
| Colombia | 12.2x | 13.7x | 3.0% | 1.1x | 1.6x | 180% | 36% | 15% | 0.1 |
| Peru | 13.7x | 12.5x | 2.0% | 2.0x | 3.1x | 723% | 25% | 19% | 0.0 |
| Argentina | 40.8x | 10.9x | 1.0% | 1.8x | 1.8x | NM | 179% | -3% | - |

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