

Septiembre 2021

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Agosto	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.3%	1.1%	6.2%	16.3%	8.4%	7.7%	5.7%	7.6%	9.4%
Benchmark	1.3%	1.4%	5.0%	13.7%	8.1%	7.0%	5.0%	5.8%	8.8%
Out/Underperformance (bps)	6	-25	123	255	36	79	74	172	
Acciones	2.1%	1.5%	10.9%	26.6%	10.8%	10.9%	7.7%	5.7%	14.0%
Benchmark	2.4%	1.6%	10.9%	25.9%	10.6%	10.7%	7.4%	5.1%	13.9%
Renta Fija	0.3%	1.2%	-0.4%	3.2%	5.6%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.2%	1.1%	-0.8%	2.3%	5.0%	2.9%	2.2%	5.8%	5.1%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-0.6%	-4.5%	-3.9%	-7.3%	14.7%	6.7%	0.0%	12.8%	13.4%

Resultados al 31 de agosto de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Luz, cámara... ¡acción!

Terminan las vacaciones de verano en el hemisferio norte, con ello aumentan los volúmenes transados y comienza a tomar forma más definitiva la evolución de la economía y mercados globales para los últimos meses de 2021. La reapertura de las economías -en mayor o menor grado- está en curso y a pesar de la propagación de la variante delta del SARS Cov2 no se vislumbran paralizaciones de la actividad mundial de la magnitud que se vieron entre marzo y diciembre del 2020.

El despliegue de vacunas continúa, con grandes diferencias entre países más y menos desarrollados, en los primeros inclusive con terceras dosis de refuerzo, para los segundos intentando congregarse el esfuerzo mundial para una mayor cobertura lo antes posible y con el continuo desarrollo y adaptación de las vacunas para que sean cada vez más efectivas.

Los activos de riesgo se recuperaron en agosto (acciones y productos de *spread* dentro de deuda) y los mercados se movieron entre (i) la continuación de la gradual reapertura de la economía global y cuán disruptiva podría devenir la variante delta; (ii) discusiones en torno al retiro de los estímulos monetarios (*tapering*) y atentos a las señales de los banqueros centrales de las grandes economías al respecto; (iii) el actuar de China y qué viene luego de su intervencionismo en los mercados y postura política y social futura del país y; (iv) los resultados corporativos al segundo trimestre.

La economía global sigue creciendo; dentro de las economías más grandes China se desacelera, afectada también por una política de cero covid que restringe la actividad, y está en una postura -en la coyuntura- de estímulos focalizados, y las intervenciones en el mercado y las empresas privadas, a los cuales definitivamente se le están estableciendo límites y nuevas reglas del juego que aún no quedan muy claros. Ello se conjuga con la planificación de largo plazo: construir el "estado de derecho" (al modo China), definir relaciones equitativas con el resto del mundo, buscar la prosperidad común y defender los valores familiares (fuente: Gavekal Research). Cómo se traducirá ello en políticas concretas, es aún una interrogante.

Por su parte, Estados Unidos, aunque los indicadores líderes de actividad aún señalan expansión para los próximos seis a doce meses, reflejan también una desaceleración del ritmo de crecimiento hacia fines de este año. Respecto del *tapering*, lo que han señalado Jerome Powell del Fed de Estados Unidos (en el encuentro anual, virtual este año de los banqueros en Jackson Hole) y el gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, es que en una primera etapa la tasa se subiría en pequeñas magnitudes y se comenzaría con el retiro gradual de la liquidez. Esto último consistiría en, dejar de comprar activos en la medida que vayan venciendo los plazos de los instrumentos que tienen en sus balances. Luego, si la economía se mantiene estable, se procedería a subir las tasas de interés en la medida que sea necesario. Hasta el momento se registra una mayor tolerancia a la inflación y resiliencia de la economía y los mercados al respecto. En este sentido, estaríamos viendo el escenario base que se viene planteando en las

Índice

- Luz, cámara... ¡acción! 1
- Posicionamiento TAACo Global 3
- Resultados 14
- Desempeño 15
- Valorizaciones 16

Termina el verano del hemisferio norte y toma forma la evolución económica del último trimestre del año

La distribución de las vacunas ha sido dispar entre economías más y menos desarrolladas

Mercados siguieron subiendo en agosto en respuesta a i) reapertura económica global; ii) inicio del *tapering*; iii) intervencionismo de China y iv) resultados corporativos

China se desacelera en medio de estímulos focalizados y un aumento de las intervenciones estatales en busca de objetivos de largo plazo

EEUU también crecería a un menor ritmo

El Fed y otros bancos centrales comenzarían con el retiro gradual de la liquidez

versiones pasadas de este documento, en cuanto a que vendría una reflación y tasas de interés estructurales más altas en el largo plazo y ello se daría de manera gradual. Obviamente hay riesgos de *shocks*, los que por el momento no se vislumbran con alta probabilidad de ocurrencia.

En lo que se refiere a las empresas, en Estados Unidos las revisiones de estimaciones de utilidades dan señales positivas con correcciones mayoritariamente al alza, Además los resultados corporativos para el segundo trimestre a nivel global han sido positivos. Más allá de las altísimas tasas de crecimiento que tienen que ver mucho con la base de comparación (el segundo trimestre del 2020 del piso de la recesión por el *shock* covid-19, contra el del *peak* de la recuperación en el segundo trimestre de 2021), las sorpresas positivas han predominado. Esto, además de fundamentos, da soporte al *momentum* del mercado, especialmente en los estadounidenses.

Los mercados emergentes están transando a un descuento histórico respecto de los desarrollados, en mínimos de las últimas dos décadas. En algunos esto es aún más pronunciado. Cómo sacar provecho de esto requiere un análisis por país, lo que se profundiza en la segunda parte de este documento. Aunque los precios de las materias primas se corrigieron el mes pasado, siguen mostrando altas ganancias en lo corrido del año y más largos plazos. El ritmo de crecimiento global sigue constituyendo un sólido soporte para ellos y hay necesidad de mayor producción para generar mayores inventarios.

¿Estirando el elástico o destrucción creativa?

Desde cierta mirada puede ser válido cuestionarse, al ver que el producto en la mayor parte del mundo ya recuperó y pasó los niveles prepandemia, los mercados también y, además - especialmente Estados Unidos- registran altas rentabilidades de largo plazo, y la inflación se acelera; ¿por qué tenemos una tasa de interés del bono del Tesoro a 10 años menor (1.4%) al 1.9% de antes de marzo de 2020. Y mucho menor al más de 2% que alcanzó a mediados de 2019, cuando el mundo crecía mucho menos y no había inflación?

A ello se opone el argumento que el final de la pandemia es similar al período post Segunda Guerra Mundial. Pero sin destrucción de capital; y éste no sólo no se destruye, sino que hay una aceleración de la creación de capital tecnológico. Existe una transferencia de riqueza, ciertamente no en términos sociales, lo que sigue siendo un grave problema sin resolver, sino en términos demográficos. Los rentistas sufren de tasas mínimas o negativas, hay capital en abundancia, mayor a la capacidad de ponerlo en acción. Esto es un impuesto indirecto, lo que era la inflación décadas atrás. La inflación se contenía subiendo tasas, para salir del “impuesto de tasas reales negativas”, sostiene el economista Larry Summers, hay que combatir una estancamiento estructural (inflación más estancamiento económico).

Algo de ello se podría ver si resultan productivos los masivos estímulos fiscales, en un entorno de una revolución digital que genera un valor que aún no es completamente cuantificado. Sectores clásicos que eran emblemáticos y esenciales dejan de serlo (p.e aquellos ligados a la energía tradicional) y surgen nuevos sectores que llegan para quedarse (las energías limpias y renovables).

Los riesgos de errores de política, de una inflación y tasas de interés que suban más rápido y en mayor magnitud de lo estimado y la incertidumbre de hasta dónde llegará el intervencionismo del gobierno chino prevalecen.

Con tasas en mínimos y negativas, crecimiento que -a pesar de la desaceleración- luce sostenible, liquidez abundante en el mediano plazo -a pesar del eventual *tapering* en Estados Unidos y otros países- y fundamentos y perspectivas corporativas positivos se sigue prefiriendo renta variable relativo a renta fija. Asimismo, es aconsejable tomar algún tipo de cobertura ante los riesgos mencionados.

Por el lado corporativo, crecimiento de utilidades que ha sorprendido al alza y que se corrige en esa dirección dan soporte al *momentum* de mercado

Mercados emergentes transan a descuentos históricos, pero se debe ser selectivo entre ellos

¿Qué lleva a las tasas de interés a los bajos niveles actuales? Niveles incluso más bajo que pre pandemia, cuando el mundo crecía y casi no había inflación

Aceleración de la creación de capital tecnológico, transferencias de riqueza y estancamiento estructural entre las explicaciones

¿serán productivos los masivos estímulos fiscales y monetarios?

Riesgos que afectan el posicionamiento van desde errores de política, tasas que suban más rápido de lo esperado y nuevas intervenciones del gobierno chino

Posicionamiento de la cartera – septiembre 2021

TAACo Global	Bench.	Agosto	Septiembre	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%	Se mantiene el 60% de exposición a acciones y el 35% de renta fija. Se asigna 5% a oro, sin exposición a caja	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	2.0%	OW	0.5%	Se mantiene el OW Europa y UK	
UK	2.7%	4.2%	4.2%	OW	1.5%		
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	14.2%	N		US: <i>large cap growth</i> en neutral y <i>OW value</i>	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	15.3%	OW	1.0%		
US Small Caps	4.3%	4.3%	4.3%	N		UW en Japón	
Japan	5.2%	1.5%	1.5%	UW	-3.7%		
Mercados desarrollados	54.7%	54.8%	54.8%	OW	0.1%	Se reduce el OW en Latinoamérica, aumentando la exposición a EM Asia ex China	
LatAm	4.3%	7.3%	5.7%	OW	1.4%	-1.6%	-
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.5%	OW	0.7%	-0.5%	-
China	13.4%	13.4%	13.4%	N			
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	16.4%	OW	1.5%	1.5%	+
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	4.0%	OW	0.6%	0.6%	+
EM Europe and Middle East	8.5%	4.2%	4.2%	UW	-4.3%		
Mercados emergentes	45.3%	45.2%	45.2%	UW	-0.1%		UW en EMEA
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	10.2%	N		-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%	50.8%	UW	-5.8%	-0.5%	-
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%	12.5%	OW	5.8%	0.5%	+
EM Local Markets	19.9%	19.9%	19.9%	N			
Deuda emergente	43.4%	48.7%	49.2%	OW	5.8%	0.5%	+
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

En septiembre la cartera del TAACo Global mantiene la sobreexposición a acciones en 60%, la subexposición en renta fija en 35% y la asignación de 5% en oro como protección ante eventos disruptivos como la expansión de la variante 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 el Reino Unido, que se beneficiarían de la reactivación económica. Con respecto a Estados Unidos, se mantiene el OW en *US Large Cap Value* y el neutral en *US Large Cap Growth* y *US Small Cap* debido a lo ajustada de las valorizaciones. Dentro de emergentes, se disminuye el OW en Latinoamérica para favorecer una mayor posición en EM Asia ex China, región que se encuentra rezagada en retornos y vacunación. Se mantiene el neutral en China debido a la incertidumbre que genera el intervencionismo estatal y el UW en EMEA para favorecer regiones con mayor potencial.

En Renta Fija se neutraliza la posición en *Treasuries* para aumentar la exposición a productos de *spread* como la deuda emergente corporativa HY. El resto de la cartera se mantiene sin variaciones. En general, tasas de interés bajas e incluso negativas, sumado a *spreads* comprimidos nos llevan a sobreponderar productos de *spread* en busca de *yields* (OW HY US, HY Europa y HY EM Corporate).

Renta Variable

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

La propagación de la variante delta de covid-19 no ha logrado frenar la reactivación económica en la región. Si bien los contagios aumentan, la ocupación hospitalaria y muertes se han mantenido acotadas en países que destacan por el alto porcentaje de población inmunizada. La economía se adapta a vivir con la pandemia en la medida que avanza la vacunación, apoyada por aún amplios estímulos fiscales y monetarios.

Si bien el segundo trimestre el crecimiento superó las expectativas, con la Euro zona creciendo 2% trimestral (13.7% YoY), la segunda mitad del año enfrenta un escenario algo más desafiante. Estados Unidos alcanzó un *peak* de crecimiento la primera mitad del año y ahora modera su crecimiento, mientras China se desacelera; esto lleva a una menor demanda global que afectará al bloque europeo. En los datos económicos ya está internalizado un menor ritmo de crecimiento y las sorpresas son cada vez más acotadas. Por su parte, La escasez de suministros y en especial de microchips, ha frenado la expansión de la industria automotriz, una de las más grandes en Alemania. Así, para el segundo semestre del año se espera que la Euro Zona continúe su senda de recuperación, aunque a un ritmo más moderado, en base a una reactivación económica que está permitiendo que el consumo se rebalancee desde bienes a servicios (razón por la cual vemos datos de ventas minoristas que decepcionan). 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.

La propagación de la variante delta si bien no ha tenido efectos económicos significativos, está afectando las perspectivas. Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios registran menores niveles en agosto que en el mes previo (61.4 y 59 pts. respectivamente), decepcionando a los analistas, aunque manteniéndose holgadamente sobre el umbral de expansión (sobre 50 pts.).

A pesar de la moderación en los indicadores de expectativas y crecimiento, la recuperación en lo que resta del año será apoyada por el Fondo de Recuperación, con montos que 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 Unión Europea 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).

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 3.0% anual en agosto (el mayor registro desde noviembre 2011), 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 vigente hasta al menos marzo de 2022. El retiro de estímulos monetarios comenzaría a inicios del próximo año a través de menores montos de compras de activos.

En cuanto al sector corporativo, el *momentum* es positivo. Los reportes de la primera mitad del año han sorprendido ampliamente al alza dando soporte al precio de las acciones. Para este año se espera que las utilidades crezcan cerca de 46% y 8.5% en 2022. Las acciones de la Zona Euro retornan 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.

Espacio para continuar con la recuperación económica, 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 mantiene el overweight de la posición

Los casos se aceleran nuevamente a pesar de la aceleración en la vacunación. Actualmente un 72% de la población cuenta con una dosis y 65% con dos, lo que ha permitido que a pesar del aumento de los contagios los hospitales no colapsen. De esta forma, el país continúa avanzando hacia una “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el coronavirus.

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 junio pasado el PIB se encontraba sólo 2% bajo los niveles prepandemia, el cual se podría recuperar antes de fin de año. No obstante, el avance de la variante delta está afectando las expectativas, con ello los indicadores líderes PMIs tanto de manufacturas como de servicios retroceden en agosto, aunque aun anticipando un crecimiento económico moderado para los siguientes meses (ambos indicadores holgadamente sobre los 50 pts.)

Por su parte, la inflación se moderó en julio y registró 2.0% interanual, primera sorpresa a la baja respecto a las estimaciones de los analistas y primera baja desde febrero pasado cuando los precios comenzaron a aumentar en forma persistente. La moderación en el incremento en los precios se debe principalmente a efectos de base de comparación y se espera que la inflación continúe una senda ascendente hasta niveles incluso superiores a 4% anual, afectada por el aumento en los precios de energía, escasez de suministros y mano de obra (esto último derivado principalmente de la implementación del *Brexit*, que limita la migración). Ante tal situación el Banco de Inglaterra podría ser una de las primeras entidades monetarias de países desarrollados en normalizar la política monetaria. Sin embargo, 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 77%, 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 43% respecto a pares desarrollados.

Debido al alto porcentaje de población inmunizada y la favorable evolución económica que muestra el país a pesar de los rebotes de covid-19 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 mantener 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 del año y en lo que resta de 2021 habría una moderación de los datos económicos en la medida que se desvanecen los efectos de los estímulos fiscales y avanza la propagación del covid-19 por variante delta entre la población no vacunada, lo que ya estaría internalizado en los precios. De esta forma el índice de sorpresa económica retrocede a un nivel negativo ante datos económicos que reportan bajo las expectativas.

La inflación podría estar llegando a un *peak* también, con julio registrando un aumento en los precios de 5.4% interanual al igual que en junio, mientras la inflación subyacente retrocedió a 4.3% desde 4.5% el mes previo. El Fed ha sostenido que el salto en la inflación sería transitorio, por lo que no se espera un cambio abrupto en la política monetaria. No obstante, mejoras en el mercado laboral justificarían el inicio del retiro de los estímulos monetarios, a través de la reducción a fines de año de los programas de compra de activos. Por el lado laboral, la situación mejora, aunque los datos de empleo de agosto decepcionaron, con una creación de empleo de 235 mil nuevos puestos de trabajo, bajo las expectativas. Por su parte, la tasa de desempleo cayó a 5.2% desde 5.4% el mes anterior, aunque la caída fue debido a una reducción de la fuerza laboral más que por una creación de empleo significativa. Los programas de apoyo fiscal comienzan a expirar, en especial en la parte laboral, impulsando a que millones de personas deban volver al trabajo debido al término de los subsidios durante septiembre. Esto llevaría a mejoras en los datos de empleo de septiembre, que continuarían dando soporte a la decisión del Fed de comenzar con el *tapering* a fines de año.

Respecto al sector corporativo, los reportes del segundo trimestre superaron ampliamente las expectativas y se espera que este año las utilidades crezcan cerca de un 62%, estimación que se ha corregido consistentemente al alza durante el año. Para 2022, una alta base de comparación llevaría a que las utilidades crezcan solo en torno a 10%. Durante este segundo semestre se espera que los resultados corporativos moderen su ritmo de crecimiento, aunque sigan la senda de recuperación post pandemia. Por su parte, las valorizaciones continúan luciendo caras y tanto la razón P/U fwd. y P/VL se ubican sobre sus promedios de los últimos 5 años tanto en términos absolutos como relativos. Lo anterior no ha impedido que continúe el apetito por las acciones estadounidenses y en los últimos tres meses se registraron entradas netas a ETF's por 2.9% del total de activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

Si bien el *momentum* económico pierde dinamismo, la economía seguirá creciendo en lo que resta del año, lo que continuará dando soporte al sector corporativo. En la medida que la economía continúe recuperándose 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 al bajo nivel relativo de 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

Aunque los contagios de covid-19 parecieran haber tocado un nuevo *peak*, la pandemia aún no se ha podido controlar del todo. El panorama sanitario es desafiante debido a que, a pesar de una aceleración en los programas de vacunación, solo el 47% de la población se encuentra inmunizada, lo que se compara negativamente con el resto de los países desarrollados. Tal situación estaría llevando al primer ministro, Yoshihide Suga, a no postularse a la reelección. Tal cambio político podría impulsar nuevos estímulos fiscales y ante tal expectativa las acciones han respondido fuertemente al alza, llegando incluso a máximos de 30 años.

Las perspectivas económicas no son favorables debido a que la normalización de la actividad no es posible si no se avanza con la vacunación. El PMI de servicios se hunde aún más en terreno de contracción económica en agosto, llegando a 42.9 pts., el menor nivel desde junio de 2020. Por su parte, el de manufacturas si bien registró 52.7 pts., también retrocedió respecto al mes previo.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en julio fue de -0.3% 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 cercana a 77% para el 2021, cifra que ha sido corregida al alza durante el año; para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 8%, similar al resto de mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones se corrigen a la baja. La razón P/U fwd. transa en línea con el promedio a 5 años, mientras que en términos relativos a mercados desarrollados transa con 24% de descuento. La razón P/VL transan sobre sus promedios de los últimos 5 años; sin embargo, en términos relativos a pares desarrollados las acciones transan con un descuento de 56%. En cuanto a flujos, se registraron salidas netas marginales a ETF's en el último mes por 0.1% del AUM. A pesar del giro político que podría darse en el país y valorizaciones relativas atractivas, las perspectivas económicas y corporativas continúan siendo afectadas por la expansión de la pandemia y la desaceleración del crecimiento global dado que el país tiene un fuerte sesgo exportador, es que **se decide mantener la subexposición a acciones japonesas** en pro de financiar posiciones con mayor atractivo.

Acciones Emergentes: Se balancea el *overweight* en América Latina hacia EM Asia ex China, manteniendo la exposición neutral en China y el UW en EMEA.

Las acciones de mercado emergentes se recuperaron en agosto y cerraron el mes con un leve *outperformance* respecto a desarrollados. Reportes corporativos sorprendiendo al alza y una mejora en Asia respecto a la pandemia explicaron principalmente lo anterior. En tanto, los ruidos regulatorios en China continúan y, de momento, se hace difícil prever hasta dónde podrían llegar las autoridades del gigante asiático. Por su parte, a los constantes ruidos políticos que afectan a Latinoamérica se sumó en el último mes una caída en el precio de los *commodities* (Petróleo y Hierro) lo que motivó un *underperformance* de la región, la cual, a su vez, sigue sin verse afectada por la variante delta. Con respecto a EMEA, se mantiene la alta inestabilidad política en países como Sudáfrica y/o Turquía, además de verse afectada por menores precios del petróleo (Rusia y Arabia Saudita). Dado que se observa una mejora en los indicadores de la pandemia en países del sudeste asiático, reportes corporativos positivos en India y una escasez de semiconductores que seguiría dando soporte a Taiwán y Corea (en mayor medida al primero) **se decide llevar a *overweight* desde neutral la exposición en EM Asia ex China**. Por su parte, se reduce la exposición en Latinoamérica, en la medida que se moderan las perspectivas sobre los *commodities* con la variante delta expandiéndose alrededor del mundo además de los constantes ruidos políticos. Finalmente, se mantiene la subexposición en Europa y Medio Oriente dado que continúa la alta inestabilidad política y macroeconómica de la región.

América Latina: Se reduce el *overweight*

La caída del precio de los *commodities* y el complejo escenario político constituyen riesgos considerables a monitorear, que contrastan con el buen *momentum* de recuperación económica, apoyado en gran parte por el retroceso de la pandemia en la región. Además, el importante rezago de los índices en Latinoamérica relativo a otras regiones sigue configurando un contexto atractivo a considerar, lo que en definitiva nos lleva a **reducir el *overweight***.

En **Brasil**, la recuperación económica ha comenzado a mostrar señales de moderación en cuanto a las sorpresas en los indicadores, como el caso del PIB del segundo trimestre de este año, el cual cayó 0.1% trimestral en lugar del alza de 0.2% esperada, o la producción industrial que en julio cayó 1.3% mensual, peor al -0.7% anticipado por los analistas. En este sentido, el PMI de manufacturas retrocedió a 53.6 pts., aunque destaca que junto al PMI de servicios en 55.1 pts. se mantienen en terreno de expansión económica. Lo anterior, apoyado por el eventual inicio del nuevo programa de transferencias directas a la población Auxilio Brasil (que reemplazaría al actual Bolsa Familia, creado en 2003 por el expresidente Lula da Silva), y por un contexto sanitario que continúa mejorando, con los nuevos casos de contagio decreciendo a niveles cercanos a Noviembre del año pasado, a pesar de la extensión de la variante Delta en el país (en el estado de Río de Janeiro, el 86% de los casos secuenciados corresponden a esta variante). La vacunación también avanza, con el promedio de dosis aplicadas

subiendo a 1.6 millones de vacunas diarias, con lo cual se alcanza en la actualidad al 86% de la población mayor de 18 años con al menos una dosis. Por otro lado, la aprobación del presidente Bolsonaro ha caído de acuerdo a las últimas encuestas y se encuentra en cerca de 27% desde el 31% que mostraba a mediados de agosto, y destaca la polarización en la ciudadanía de cara a las próximas elecciones de 2022.

Con todo, la inflación se acelera y sigue siendo un riesgo importante a monitorear, ya que el último dato de julio se ubicó en 9.0% a doce meses, lo que entrega un soporte importante al proceso de normalización de la tasa Selic, actualmente en 5.25%. Las valorizaciones por su parte muestran señales mixtas, con la razón P/U *fwd.* bajo su promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, pero con la razón P/VL sobre dicho promedio, indicando lo contrario. Dado el escenario aún auspicioso en cuanto a recuperación económica proyectada, con una pandemia que sigue retrocediendo y mayores estímulos fiscales esperados, lo que contrasta con el riesgo inflacionario, una fuerte polarización política y una caída de casi 30% del hierro en los últimos 3 meses, **se decide reducir la sobreexposición en acciones brasileñas.**

En el caso de **México**, la economía también ha comenzado a mostrar señales de desaceleración en el margen, debido en parte al aumento en los contagios por coronavirus, los cuales, de todas formas, parecen haber alcanzado el *peak*, luego de los 28,953 nuevos casos del 18 de agosto. En este sentido, la actividad económica en junio cayó 0.9% mensual, peor al -0.3% esperado, y la producción industrial acumula 3 meses consecutivos de caídas al mismo mes, a lo que se suma el retroceso en los indicadores líderes IMEF manufacturero y no manufacturero, que en agosto descendieron a 51.3 pts. y 50.1 pts. respectivamente, aunque destaca que ambos se mantienen en terreno de expansión económica esperada. Por su parte, el aumento en la inflación los últimos meses, que ha llevado al indicador a registrar un alza de 5.8% interanual en julio, ha provocado que Banxico decidiera subir nuevamente la tasa de política monetaria en 25 bps. hasta 4.5%, aunque en este caso la decisión no fue unánime. En el caso de las valorizaciones, se puede observar que las acciones mexicanas lucen atractivas, debido a que la razón P/U *fwd.* 12 meses y la P/VL se encuentran bajo su promedio de los últimos 5 años. En base a lo anterior, referente a la recuperación económica que se desacelera al igual que el principal socio comercial (EE.UU.), pero ante un entorno político benigno y valorizaciones atractivas, se decide **reducir la sobreexposición en acciones mexicanas.**

En **Chile**, el buen *momentum* de recuperación económica sigue firme, y las cifras de actividad económica sorprenden, con el indicador subiendo 1.4% mensual en julio, lo que ha permitido sesgar, nuevamente, las proyecciones de crecimiento para este año al alza, con el Banco Central avanzando a un estimado en el rango de 10.5 a 11.5%, aunque para 2022 y 2023 las estimaciones se reducen en el margen. El efecto descrito proviene en gran parte del aporte del consumo en la reactivación, con las ventas minoristas subiendo 62% interanual en julio, producto principalmente de los estímulos fiscales que aumentan (con la extensión del IFE universal, por un monto de USD 7 bn adicionales) y los retiros de las AFP que inyectaron USD 48 bn de transferencias directas a la población, lo cual no incluye el eventual cuarto retiro que se discute en el congreso. Adicionalmente, la pandemia en el país retrocede de manera relevante y se alcanzan cifras de contagios y positividad por testeo mínimas en lo que va de pandemia, apoyado por el exitoso programa de vacunación que ya ha vacunado a más del 72% de la población total con ambas dosis. Por el lado negativo, el impulso a la economía ha producido desequilibrios macroeconómicos (como el alza de la inflación) de acuerdo al Banco Central, el cual decidió subir 75 bps. la tasa de política monetaria hasta 1.5%, superando las expectativas. Como punto aparte, las valorizaciones se mantienen atractivas, con el P/VL y el P/U *fwd.* bajo 1 desviación estándar de su promedio a 5 años. De acuerdo con todo lo anterior, es decir, recuperación económica con buen *momentum*, estímulos a la población que aumentan, valorizaciones atractivas y pandemia controlada, que contrastan con la incertidumbre política, social e institucional que ha golpeado a los activos chilenos los últimos meses (y que sigue siendo un riesgo a monitorear), se decide **mantener la sobreexposición en acciones chilenas.**

En **Colombia**, la economía creció menos de lo esperado el segundo trimestre del año (+2.4% trimestral o +17.6% anual), en donde el resultado se vio fuertemente impactado por el efecto de las protestas sociales en mayo, las cuales redujeron su magnitud de manera relevante los meses siguientes. De esta forma, los datos sectoriales de junio tuvieron en general un tono positivo y demuestran una recuperación de la economía, con la producción industrial y las ventas minoristas revirtiendo el shock de mayo y creciendo 21 y 25% respectivamente en términos anuales. En este contexto, se registró una mejora considerable en la confianza del consumidor, la cual avanzó

hasta -7.5 pts. en julio desde el registro previo de -22.3 pts., explicado además por el retroceso de la pandemia en el país. Con todo, aún existen riesgos latentes que podrían entorpecer el camino de recuperación, como un rebrote de coronavirus, una nueva ola de protestas sociales, o ajustes político-monetarios. En este sentido, destaca el dato de inflación en agosto, la cual subió a 4.44% interanual, por sobre las expectativas y superando el límite superior del rango meta del Banco de la República (4%), lo que se espera que converja en el inicio del proceso de normalización de la tasa de política monetaria. Finalmente, 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. Dada la recuperación esperada para el segundo semestre del año, apoyada por el control en la actualidad de la pandemia, sumado a valorizaciones atractivas, pero contrastado por el escenario político y fiscal complejo, se decide **mantener la exposición neutral en acciones colombianas.**

En el caso del **Perú**, similar a sus pares en la región, la actividad económica muestra señales de una fuerte recuperación de la mano del retroceso de la pandemia, en donde el PIB del segundo trimestre subió 41.9% interanual, en línea con las expectativas. En este contexto, la inflación se acelera y sube 1% mensual en agosto, con lo que alcanza el 5% interanual y se aleja del rango meta del Banco Central, lo cual apoya la idea de que la entidad monetaria impulsaría una nueva alza en la tasa de política monetaria (actualmente en 0.5%) en la reunión de septiembre. Por su parte, la relación entre el poder ejecutivo -encabezado por el presidente electo Pedro Castillo- y el congreso permanece tensa, la polarización domina el escenario político peruano, y la agenda de reformas estructurales genera un clima de incertidumbre que golpea la inversión privada, lo cual destacó la agencia calificadora de riesgo Moody's al recortar la calificación de la deuda soberana de "A3" a "Baa1", modificando además la perspectiva negativa a estable. Por su parte, las valorizaciones se encuentran en un nivel atractivo relativo a la historia, con tanto la razón P/U *fwd.* como la razón P/VL por debajo del promedio de los últimos 5 años. En este escenario, de recuperación económica con buen *momentum* y pandemia retrocediendo, contrastado con un entorno político complejo que anticipa problemas de gobernabilidad y medidas de carácter populista, se decide **mantener la exposición neutral en acciones peruanas.**

En **Argentina**, la pandemia retrocede y permite disminuir las medidas de confinamiento, con lo que se genera un entorno más benigno para la recuperación económica, lo cual se puede evidenciar en el dato de actividad económica que creció 2.5% mensual en junio, luego de 4 meses de caídas consecutivas. En este sentido, la confianza del consumidor subió 5% en agosto, alcanzando los 39.8 pts., y revirtiendo en 2 meses la caída del indicador en el año, aunque se mantiene bajo en términos históricos. Por su parte, la situación fiscal permanece bajo presión y aún no se observan avances relevantes respecto al pago de la deuda que mantiene el país con el FMI, mientras que la inflación aumentó 3% mensual en junio, que corresponde al décimo mes consecutivo de alzas de al menos 3%, aunque destaca la desaceleración de los aumentos mensuales los últimos meses desde el *peak* de 4.8% en marzo. Con esto, el dato interanual sube a 51.8%, lejos del 29% estimado en el presupuesto del año, lo cual daña la aprobación del gobierno de cara a las elecciones primarias (PASO) del 12 de septiembre. A éstas, el presidente Fernández llega con cerca del 60% de desaprobación, y su popularidad ha venido descendiendo constantemente, por lo que se anticipa un resultado parejo. Por su parte, 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. Dada la reactivación económica impulsada por el retroceso de la pandemia y unas elecciones primarias que no otorgarían una victoria absoluta de la coalición de gobierno, pero considerando un complejo escenario fiscal y macroeconómico que aún afecta al país, se decide **reducir el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene la exposición neutral

La desaceleración económica en **China** se profundizó en el último mes. A pesar de los bajos casos (relativo a la población), las autoridades han implementado drásticas restricciones a la movilidad afectando a las perspectivas económicas. En este escenario, los PMI de manufactura y de servicios (de Markit) de agosto cayeron y se ubicaron en terreno de contracción económica registrando 49.2 y 47.7 pts. respectivamente, sus menores niveles desde comienzos de la pandemia. Además de la propagación de la variante delta, una mayor capacidad productiva del resto del mundo a medida que se avanza con los programas de vacunación ha desacelerado la demanda por exportaciones chinas afectando a la producción local. Si bien las expectativas de crecimiento del PIB para este año siguen en torno al 8%, sobre el 6% mínimo definido a principios de año por el primer ministro Li Keqiang, la desaceleración ya ha comenzado a generar cierta incomodidad en las autoridades y se espera que la política

monetaria y fiscal se comiencen a tornar más expansivas. Lo anterior se suma al control de casos en las últimas semanas de agosto lo que podría comenzar a mejorar las expectativas para los últimos meses del año.

Por otro lado, el ruido regulatorio continuó presente en el último mes. Multas a empresas de transporte y limitaciones de tiempo en el uso de videojuegos en menores, son algunas de las últimas medidas. ¿Hasta dónde llegará el intervencionismo? De momento se torna complejo responder la pregunta, pero parece ser un consenso que queda camino por recorrer. Sin embargo, las acciones ya lo comienzan a incorporar en los precios accionarios y así lo refleja el *underperformance* en torno a 25% respecto a pares emergentes desde mediados de febrero.

En cuanto al sector corporativo, se registraron leves sorpresas al alza en los reportes del segundo trimestre del año. A su vez, se sigue esperando un crecimiento de las utilidades en torno a 15% para el 2021. Con respecto a valorizaciones, se encuentran ajustadas a sus promedios de 5 años, pero sobre sus promedios en plazos más largos. Por otro lado, con respecto a flujos, se registraron entradas marginales en el último mes. Si bien se mantiene la alta incertidumbre respecto al intervencionismo estatal en los próximos meses, además de una evidente desaceleración del crecimiento económico, una política monetaria y fiscal que comenzaría a dar soporte, además de un rezago significativo en los últimos meses, **nos llevan a mantener la postura neutral en acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se lleva a OW desde neutral la posición en acciones de Asia emergente ex China

La escasez de semiconductores se ha mantenido en los últimos meses y se espera que siga hasta al menos el próximo año. Lo anterior seguirá dando soporte a las utilidades corporativas de las compañías taiwanesas y coreanas. Por su parte, en el sudeste asiático, los indicadores pandémicos comienzan a mejorar y el alza de casos parece haber encontrado su *peak* en agosto. A su vez, países como Malasia aceleran el programa de vacunación, reduciendo la vulnerabilidad a nuevas olas de contagios. En el caso de India, los reportes corporativos sorprendieron significativamente al alza en el segundo trimestre, a pesar de haber luchado contra la expansión de la variante delta. A su vez, indicadores de actividad anticipan una recuperación para los próximos meses en la medida que los casos siguen controlados. Dado lo anterior, **se decide llevar a OW desde neutral la exposición en Asia emergente ex China.**

Luego de un complejo segundo trimestre para **India** dada la expansión de la variante delta, el PIB creció más de un 20% anual, sin embargo, esto se debe a la baja base de comparación. Sobre una base anualizada de dos años, el PIB cayó un 4.7% y además se desaceleró en torno a un 12% respecto al trimestre previo. Sin embargo, en las últimas semanas los casos han ido disminuyendo lo que ha limitado las restricciones y ha permitido que las perspectivas económicas comiencen a mejorar. Así lo reflejó el PMI de servicios de agosto que llegó a 56.7 pts., ubicándose en terreno de expansión económica. Con respecto al sector manufacturero, el indicador se mantiene en terreno de expansión económica (52.3 pts.) pero se desacelera respecto al mes previo en la medida que la variante delta afecta la demanda externa. Con respecto a política monetaria, la inflación de julio fue de 5.6% YoY, ubicándose dentro del rango meta (2-6%), lo que evitaría, de momento, un ajuste monetario agresivo en los próximos meses. Con respecto al sector corporativo, las utilidades de las compañías en el segundo trimestre sorprendieron significativamente al alza a los analistas impulsando el rendimiento accionario de las acciones locales. Con lo anterior, los analistas están estimando una expansión de las utilidades en torno al 40% para el 2021. En cuanto a valorizaciones, estas siguen luciendo más de una desviación estándar sobre su promedio de los últimos 5 años, moderando el apetito por las acciones domésticas con salidas netas marginales (0.1% del AUM) en el último mes. Si bien el escenario económico y corporativo mejora, valorizaciones caras y la ausencia de flujos **nos llevan a mantener la exposición neutral a acciones indias.**

Por otro lado, **Corea del Sur** se convirtió en la primera economía asiática en comenzar a ajustar la política monetaria y aumentó en 25 pbs. la tasa de referencia para llevarla a 0.75%. Si bien los casos se han mantenido altos en el último mes (junto mayores restricciones), el Banco de Corea priorizó controlar los riesgos financieros por los altos niveles de deuda que se observan. Además, indicadores de confianza muestran que el impacto de las restricciones está siendo más limitado que olas anteriores en la medida que la economía se ha adaptado a la pandemia. Así lo reflejó también el PMI de manufactura que se mantuvo en terreno de expansión económica en agosto y registró 51.2 pts. Por su parte, las exportaciones e importaciones continuaron con un alto dinamismo y crecieron 35% y 44% anual en agosto, la primera impulsada por la alta demanda de chips (+43% YoY) y el segundo

por la recuperación del consumo doméstico. Con respecto al sector corporativo, las utilidades del segundo trimestre sorprendieron al alza y se estima un crecimiento de las utilidades de más de un 100% para el 2021. Con respecto a valorizaciones, estas dan señales mixtas con el P/U fwd. bajo el promedio de los últimos 5 años, pero el P/VL en torno a una desviación estándar sobre el mismo. En cuanto a flujos, continuaron registrando entradas en el último mes, por más de 4% del total de activos administrados. Si bien las perspectivas corporativas mejoran, restricciones a la movilidad que se mantienen y un ajuste monetario que ya comenzó, nos llevan a **mantener la exposición neutral en acciones surcoreanas**.

La escasez de semiconductores a nivel global se mantiene y la economía **taiwanesa** sigue luciendo como la principal ganadora. Las estimaciones de crecimiento económico se han venido corrigiendo persistentemente al alza en los últimos meses y ya estima un incremento del PIB cercano a 6%. Por su parte, el PMI de manufactura sigue ubicándose en terreno de amplia expansión económica y en agosto fue de 58.1 pts. Por el lado negativo, el programa de vacunación sigue avanzando lentamente y el país luce rezagado respecto a economías emergentes y/o desarrolladas. Con respecto a la política monetaria, la inflación permanece controlada y de momento no se estiman alzas en la tasa de referencia. En cuanto al sector corporativo, las utilidades del segundo trimestre sorprendieron al alza y actualmente se estima una expansión de más de 50% para el 2021. Con respecto a valorizaciones, al igual que Corea, dan señales mixtas con la razón P/U fwd. bajo el promedio de los últimos 5 años, pero con el P/VL más de dos desviaciones estándar sobre el mismo promedio. Con respecto a flujos, se registraron entradas netas en el último mes por más de 2% del total de activos manejados. Si bien el escenario económico y corporativo es positivo, métricas de valorizaciones altas y un lento avance del programa de vacunación **nos llevan a mantener la exposición neutral en acciones taiwanesas**.

Luego de registrar aumentos constantes en los nuevos casos diarios en los últimos meses, la situación en el **sudeste asiático** comienza a mejorar. En diversos países como Malasia, Tailandia y/o Indonesia el número de casos habría alcanzado un *peak* y se comienza a observar una curva descendente. Además, países como Malasia aceleraron sus programas de vacunación disminuyendo la vulnerabilidad para nuevas olas. Sin embargo, las expectativas para una región con una alta dependencia del sector turístico siguen afectadas y así lo reflejaron los PMI de manufactura de agosto que se mantuvieron en terreno de contracción económica para los próximos 6-12 meses. En cuanto a la política monetaria, la inflación luce de momento controlada y no se esperan alzas de tasas en el presente año. En cuanto al sector corporativo, se observaron sorpresas mixtas en los resultados del segundo trimestre con algunos sorprendiendo al alza (Tailandia, Filipinas) y otros a la baja (Indonesia, Malasia). Con respecto a valorizaciones, lucen en general bajo sus promedios de los últimos 5 años. En cuanto a flujos, destacar la entrada en Malasia por más del 2% del total de activos administrados. Dado que las perspectivas económicas y corporativas mejoran en línea con la disminución de casos y restricciones, además de valorizaciones que lucen atractivas y flujos que comienzan a llegar, **se decide neutralizar desde *underweight* la exposición en acciones del sudeste asiático (Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas)**.

EMEA: Se mantiene el *underweight*

Caídas en el precio del petróleo, reportes corporativos sorprendiendo significativamente a la baja (Rusia) y una inestabilidad política que sigue presente en países como Sudáfrica o Turquía, **nos llevan a mantener la subexposición a acciones de Europa Emergente, Medio Oriente y África**.

Luego del inicio de violentas protestas en julio en **Sudáfrica** que terminó con cientos de muertos, el último mes la situación mejoró. Así lo reflejó el PMI de manufactura de agosto que se recuperó y se ubicó 57.9 pts., entrando a terreno de expansión económica. No obstante, es importante acotar que el país permanece sujeto a una importante incertidumbre social y las amenazas de nuevas protestas se continúa observando. Además, se registran bajos avances en los programas de vacunación, lo que lo hace vulnerable a nuevas olas de covid-19. Con respecto a las utilidades, se espera una expansión de más de 100% para el 2021, corrigiéndose al alza respecto al mes previo (en torno a 80%). Por su parte, las valorizaciones lucen bajo sus promedios históricos impulsando marginalmente las entradas de flujos en el último mes. Dada la alta incertidumbre política y económica que existe en el país, además de lentos avances en los programas de vacunación **se decide llevar a *underweight* desde neutral la exposición en acciones sudafricanas**.

Luego de las alzas a lo largo del año, los precios del petróleo corrigieron durante agosto cayendo entre 5-7% aproximadamente. La expansión de la variante delta a nivel global limita las expectativas de demanda externa los próximos meses afectando a uno de los principales proveedores globales como **Rusia**. Por su parte, el PMI de manufactura se mantuvo en terreno de contracción económica (46.5 pts.) en la medida que la economía sigue luchando por recuperarse del covid-19. Con respecto a la política monetaria, la inflación se mantiene sobre la meta lo que ha impulsado alzas sostenidas en los últimos meses en la tasa de referencia. En cuanto al sector corporativo, las utilidades del segundo trimestre sorprendieron a la baja a los analistas, sin embargo, se sigue estimando una expansión de las utilidades de más de 100% para el año. Con respecto a valorizaciones, estas dan señales mixtas con la razón P/U fwd. bajo su promedio de los últimos 5 años, pero la razón P/VL sobre el mismo. Lo anterior no ha generado apetito por las acciones rusas que registraron salida de flujos en el último mes por más de 2% del total de activos manejados. Si bien el escenario económico se modera con las caídas en los precios del petróleo, las alzas a lo largo del año dan soporte a las utilidades corporativas por lo que se decide **mantener la exposición neutral en acciones rusas**.

Por otro lado, **Turquía** ha continuado avanzando con el programa de vacunación y ya acumula más de 110 dosis por cada 100 habitantes. A su vez, los casos se han mantenido controlados, limitando las restricciones y permitiendo la recuperación de la actividad económica. Así lo refleja el PMI de manufactura que avanzó por tercer mes consecutivo manteniéndose en terreno de expansión económica y registrando 54.1 pts. (máximo nivel en 7 meses). Por su parte, el sector corporativo también mejora con las utilidades sorprendiendo al alza en el segundo trimestre del año y llevando el estimado de crecimiento para todo el 2021 sobre el 50% desde el 40% del mes previo. Con respecto a valorizaciones, estas dan señales mixtas con la razón P/U fwd. bajo el promedio de 5 años, pero la razón P/VL sobre el mismo. Con respecto a flujos, se registraron salidas marginales en el último mes por 0.1% del total de activos administrados. Si bien el escenario corporativo y económico mejoran en los últimos meses, la alta inestabilidad política y macroeconómica del país **nos llevan a mantener una subexposición a acciones turcas**.

Se mantiene la exposición neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). La expansión de la variante delta en algunos países europeos ha moderado las expectativas de crecimiento que se venían observando. Sin embargo, avances en los programas de vacunación y valorizaciones atractivas respecto a pares emergentes nos llevan a mantener la exposición neutral.

Por último, en **Arabia Saudita**, las perspectivas se moderan de la mano con una caída en el precio del petróleo en el último mes y una menor demanda externa hacia el sector manufacturero no petrolero. Así lo reflejó el PMI de manufactura que cayó a su menor nivel en 10 meses y registró 55.8 pts. Sin embargo, vale acotar que se mantiene en terreno de expansión económica. Con respecto al sector corporativo, las utilidades sorprendieron al alza en el segundo trimestre de la mano con las alzas del petróleo en los últimos meses y la recuperación de la actividad económica. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo sobre su promedio de los últimos 5 años. Si bien las expectativas económicas y corporativas se moderan dada la menor demanda externa, los datos de actividad siguen anticipando una reactivación para los próximos meses por lo que se decide **mantener la exposición neutral en acciones saudíes**.

Renta Fija

US Treasuries: neutral bonos nominales y TIPS

El bajo rendimiento que ofrece la subclase de activo relativo a otras alternativas, que en términos reales corresponde a un *yield* negativo, sumado a la duración superior a 7 años tanto para los papeles nominales como para los TIPS, reducen el atractivo por los papeles soberanos estadounidenses. Por su parte, las expectativas de inflación elevadas siguen sin justificar una apuesta de sorpresas mucho mayores, pero cabe considerar la naturaleza de activos de refugio en caso de shocks en los mercados financieros. Dado lo anterior, se decide neutralizar la exposición en *US Treasuries* nominales, manteniendo el neutral en TIPS.

US Mortgages: neutral

Si bien la recuperación en el mercado laboral estadounidense continúa, las últimas cifras muestran un escenario más desafiante hacia el futuro. Dado esto, no se anticipa un *upside* relevante en la subclase de activo, por lo que se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

Las perspectivas de recuperación económica, sumado a las presiones inflacionarias que aún se discute si serían transitorias o estructurales, generan un ambiente de debate respecto al inicio del retiro de los estímulos monetarios, lo que implica una eventual alza en las tasas de política monetaria y una reducción en las compras de activos por parte de los Bancos Centrales en el mundo. Dado lo anterior, la exposición a una duración de casi 9 años reduce el atractivo en la subclase de activo, a pesar del mayor *yield* relativo a los papeles soberanos. Por esto, se mantiene la subexposición en *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

En este caso, la duración se encuentra cercana a 4 años, y el *yield* de 3.8% (rendimiento real positivo) justifica el mayor riesgo de crédito implícito en la subclase de activo, 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 alternativas. De esta forma, se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Nuevamente, la subclase de activo presenta un *yield* superior a otras alternativas de menor riesgo crediticio, lo que acompañado por una duración de 3.4 años nos lleva a mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

En el caso de la deuda japonesa, la subclase de activo posee la mayor duración de la muestra (9.6 años), junto a un *yield* poco atractivo (0.07%), lo que sumado a un contexto macroeconómico desafiante nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

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

El escenario descrito en meses anteriores permanece en gran parte sin mayor variación, en el sentido que la renta fija como clase de activo tiene un atractivo bajo, debido a las tasas de interés en mínimos, una inflación que se acelera, y *spreads* comprimidos relativo a la historia. Dado esto, la búsqueda de *yield* favorece los activos de mayor riesgo crediticio, en donde destaca el caso de la deuda corporativa emergente, producto de tasas de *default* acotadas, sumado a características de rendimiento y duración atractivas. Con todo, la deuda emergente soberana también ofrece rentabilidades atractivas, pero su elevada duración le quita parte del atractivo en un mundo en que las tasas comenzaran a subir en forma gradual. Así, se favorece la **deuda corporativa emergente High Yield, aumentando el overweight** y se mantiene una exposición neutral en las demás subclases de activo.

Exposición a monedas – septiembre 2021

Monedas	Bench.	Agosto	Septiembre	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%	2.7%	1.4%	N	-
JPY	6.9%	2.5%	5.1%	UW	-1.8%
GEMs	32.6%	35.9%	34.6%	OW	2.0%
	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 se decidió neutralizar la sobreexposición a libra esterlina vs. una menor exposición a monedas emergentes y un menor *underweight* en yen como *hedge*.

Resultados TAACo Global – agosto 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%	2.4%	1.2%	1.3%	10.8	-16.6
Renta Fija	50%	35%	-15%	0.2%	0.1%	0.1%	16.3	4.9
Caja	0%	0%	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Oro	0%	5%	5%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0	-9.4
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.28%	1.34%	17.7	-11.7
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								6.1
Europe ex UK	12.5%	13.3%	0.8%	1.7%	0.21%	0.22%	-0.6	
Europe Small Cap ex UK	1.5%	2.0%	0.5%	2.4%	0.04%	0.05%	0.0	
UK	2.7%	4.2%	1.5%	-0.2%	0.00%	-0.01%	-3.8	
US Large Cap Growth	14.2%	14.2%	0.0%	3.8%	0.55%	0.55%	0.0	
US Large Cap Value	14.3%	15.3%	1.0%	1.6%	0.23%	0.25%	-0.8	
US Small Caps	4.3%	4.3%	0.0%	2.2%	0.09%	0.09%	0.0	
Japan	5.2%	1.5%	-3.7%	3.0%	0.16%	0.05%	-2.5	
Desarrollados	54.7%	54.8%	0.1%	2.3%	1.27%	1.19%	-7.6	
LatAm	4.3%	7.3%	3.0%	0.2%	0.01%	0.02%	-6.5	
LatAm Small Cap	0.8%	2.0%	1.2%	-1.8%	-0.01%	-0.04%	-5.0	
China	13.4%	13.4%	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.0	
EM Asia ex China	14.9%	14.9%	0.0%	4.8%	0.71%	0.71%	0.0	
EM Asia Small Cap	3.4%	3.4%	0.0%	0.6%	0.02%	0.02%	0.0	
EM Europe and Middle East	8.5%	4.2%	-4.3%	4.4%	0.37%	0.18%	-8.6	
Emergentes	45.3%	45.2%	-0.1%	2.4%	1.10%	0.89%	-20.1	
Equities					2.36%	2.09%	-27.7	
US Govt Agencies	10.2%	10.7%	0.5%	-0.2%	-0.02%	-0.02%	-0.2	
US TIPS	1.3%	1.3%	0.0%	-0.2%	0.00%	0.00%	0.0	
US Mortgages	7.6%	7.6%	0.0%	-0.2%	-0.01%	-0.01%	0.0	
US Corps	7.3%	6.3%	-1.0%	-0.3%	-0.02%	-0.02%	0.5	
US High Yield	1.8%	4.6%	2.8%	0.5%	0.01%	0.02%	0.9	
Europe Broad	19.1%	13.0%	-6.1%	-0.5%	-0.09%	-0.06%	4.1	
Europe High Yield	0.7%	3.7%	3.0%	0.3%	0.00%	0.01%	0.2	
Japan Broad	8.6%	4.1%	-4.5%	-0.3%	-0.03%	-0.01%	2.4	
Deuda Desarrollados	56.6%	51.3%	-5.3%	-0.3%	-0.16%	-0.09%	7.9	
EM Sovereign IG	5.6%	5.6%	0.0%	0.7%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Sovereign HY	6.2%	6.2%	0.0%	1.2%	0.07%	0.07%	0.0	
EM Corporate IG	5.0%	5.0%	0.0%	0.8%	0.04%	0.04%	0.0	
EM Corporate HY	6.7%	12.0%	5.3%	1.4%	0.09%	0.16%	6.2	
EM Local Markets	19.9%	19.9%	0.0%	0.6%	0.11%	0.11%	0.0	
Deuda Emergente	43.4%	48.7%	5.3%	0.8%	0.36%	0.43%	6.2	
Fixed Income					0.19%	0.34%	14.1	

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

En agosto el portafolio del TAACo global rentó 1.34%, 6 pbs. sobre el *benchmark*. Tanto la asignación en renta fija como renta variable agregaron valor en el portafolio. Por otro lado, la asignación a oro restó valor luego de caer 0.6% en el mes. La selectividad en renta variable fue el principal detractor en los resultados.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó 2.1%, 28 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restaron valor a la posición larga en Latinoamérica, así como la subexposición en EMEA. Dentro de desarrollados, la posición larga en UK y corta en Japón también tuvieron resultados desfavorables.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó 0.3%, 14 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó 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	1.3%	1.1%	6.2%	16.3%	8.4%	7.7%	5.7%	7.6%	9.4%
Benchmark	1.3%	1.4%	5.0%	13.7%	8.1%	7.0%	5.0%	5.8%	8.8%
Out/Under perf. (bps)	6	-25	123	255	36	79	74	172	
Acciones	2.1%	1.5%	10.9%	26.6%	10.8%	10.9%	7.7%	5.7%	14.0%
Benchmark	2.4%	1.6%	10.9%	25.9%	10.6%	10.7%	7.4%	5.1%	13.9%
Europe ex UK	1.7%	2.6%	14.2%	27.5%	9.5%	9.4%	6.0%	4.5%	16.2%
Europe Small Cap ex UK	2.4%	3.1%	17.8%	38.7%	11.9%	13.0%	10.1%	11.7%	19.5%
UK	-0.2%	-2.0%	11.0%	22.4%	-0.5%	1.2%	0.5%	0.5%	16.8%
US Large Cap Growth	3.8%	15.1%	22.2%	28.6%	25.9%	24.7%	19.1%	--	16.5%
US Large Cap Value	1.6%	1.6%	17.1%	28.1%	7.6%	8.2%	9.4%	5.3%	15.0%
US Small Caps	2.2%	1.3%	18.0%	47.0%	11.1%	13.6%	12.9%	11.9%	20.4%
Japan	3.0%	1.3%	2.1%	17.8%	5.5%	7.0%	5.8%	2.9%	12.7%
Desarrollados [1]	2.5%	5.9%	17.9%	29.8%	15.0%	14.8%	12.1%	9.1%	14.6%
LatAm	0.2%	-1.8%	2.6%	29.9%	0.7%	0.9%	-4.7%	6.4%	28.3%
LatAm Small Cap	-1.8%	-4.4%	3.7%	27.2%	4.7%	3.4%	-4.7%	9.4%	30.9%
China	0.0%	-13.8%	-12.3%	-5.1%	7.3%	10.8%	7.2%	13.1%	19.2%
EM Asia ex China	4.8%	1.8%	11.9%	43.2%	14.4%	13.4%	8.1%	--	17.2%
EM Asia Small Cap	0.6%	2.1%	19.3%	41.6%	11.2%	9.4%	4.9%	10.8%	18.4%
EM Europe and Middle East	4.4%	6.4%	21.4%	33.1%	7.0%	5.5%	-3.1%	4.3%	18.4%
Emergentes [1]	2.6%	-4.1%	2.8%	21.1%	9.9%	10.4%	4.9%	12.4%	16.5%
Renta fija	0.3%	1.2%	-0.4%	3.2%	5.6%	3.5%	2.7%	6.6%	5.2%
Benchmark	0.2%	1.1%	-0.8%	2.3%	5.0%	2.9%	2.2%	5.8%	5.1%
US Govt Agencies	-0.2%	1.8%	-1.4%	-2.1%	4.9%	2.4%	2.5%	5.3%	4.0%
US TIPS	-0.2%	3.1%	4.3%	5.6%	7.3%	4.6%	3.2%	6.7%	3.7%
US Mortgages	-0.2%	0.4%	-0.3%	-0.2%	3.8%	2.3%	2.5%	5.4%	2.1%
US Corps	-0.3%	2.7%	-0.2%	2.5%	7.7%	4.8%	5.0%	7.4%	5.9%
US High Yield	0.5%	2.2%	4.5%	10.1%	7.1%	6.7%	7.1%	9.9%	7.3%
Europe Broad	-0.5%	1.5%	-1.2%	1.0%	3.1%	1.5%	3.8%	5.6%	3.4%
Europe High Yield	0.3%	1.3%	4.3%	9.1%	4.8%	4.4%	7.4%	9.3%	7.8%
Japan Broad	-0.3%	0.1%	-5.9%	-3.2%	1.0%	-1.1%	-2.1%	3.2%	7.5%
Deuda Desarrollados [1]	-0.2%	1.5%	-0.5%	1.5%					
EM Sovereign IG	0.7%	2.7%	-0.7%	1.6%	7.6%	4.6%	5.0%	9.3%	7.0%
EM Sovereign HY	1.2%	1.8%	2.3%	8.4%	5.6%	2.9%	5.2%	10.9%	12.7%
EM Corporate IG	0.8%	2.2%	0.7%	3.0%	6.9%	4.6%	4.9%	--	4.6%
EM Corporate HY	1.4%	0.8%	2.5%	8.3%	8.7%	6.6%	6.7%	--	8.4%
EM Local Markets	0.6%	-0.4%	-0.9%	6.4%	6.4%	3.6%	0.3%	--	11.1%
Deuda Emergentes [1]	0.9%	0.8%	0.1%	5.0%					
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	1.1%	0.6%	1.7%	0.3%
Oro	-0.6%	-4.5%	-3.9%	-7.3%	14.7%	6.7%	0.0%	12.8%	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	20.6x	14.7x	2.0%	3.4x	2.2x	88%	7%	15%	0.2
US	23.2x	15.7x	1.0%	5.1x	2.8x	62%	9%	28%	0.4
Europe	16.8x	13.0x	3.0%	2.2x	1.8x	207%	5%	10%	0.1
Japan	16.2x	15.0x	2.0%	1.5x	1.3x	77%	8%	8%	0.2
EM	19.5x	14.4x	1.0%	3.5x	2.6x	25%	-8%	15%	0.8
EM Asia	14.2x	12.2x	2.0%	2.0x	1.8x	45%	9%	11%	0.3
CEEMEA	10.6x	9.3x	5.0%	1.6x	1.6x	100%	6%	15%	0.1
LatAm	9.8x	12.1x	5.0%	2.0x	2.0x	229%	-5%	20%	0.0
China	13.5x	11.9x	2.0%	1.9x	2.0x	14%	16%	11%	1.0
S. Korea	10.5x	9.9x	2.0%	1.4x	1.2x	102%	1%	14%	0.1
Taiwan	15.8x	14.4x	4.0%	2.8x	1.9x	54%	-1%	18%	0.3
India	23.2x	16.7x	1.0%	3.8x	3.2x	36%	17%	14%	0.6
Indonesia	14.7x	13.9x	3.0%	2.3x	3.4x	19%	20%	16%	0.8
Malaysia	13.5x	14.9x	4.0%	1.6x	2.0x	66%	-7%	11%	0.2
Thailand	18.4x	12.8x	3.0%	2.1x	2.0x	26%	13%	9%	0.7
Philippines	17.7x	16.1x	2.0%	1.8x	2.5x	55%	26%	9%	0.3
S. Africa	9.2x	12.4x	5.0%	1.9x	2.4x	101%	5%	18%	0.1
Russia	7.2x	6.5x	8.0%	1.1x	1.1x	129%	3%	14%	0.1
Turkey	6.1x	8.5x	8.0%	1.2x	1.5x	53%	17%	16%	0.1
Poland	13.6x	11.8x	3.0%	1.4x	1.5x	131%	-9%	8%	0.1
Hungary	10.3x	9.6x	3.0%	1.4x	1.4x	124%	2%	13%	0.1
Czech R.	15.8x	12.5x	6.0%	1.4x	1.8x	71%	18%	10%	0.2
UAE	14.1x	11.1x	4.0%	1.6x	1.4x	13%	14%	11%	1.1
Brazil	8.2x	10.9x	6.0%	2.1x	1.8x	245%	-8%	22%	0.0
Mexico	15.3x	15.1x	3.0%	2.2x	2.7x	150%	3%	25%	0.1
Chile	13.6x	15.8x	10.0%	1.4x	2.0x	102%	3%	14%	0.1
Colombia	11.6x	13.6x	5.0%	1.1x	1.6x	235%	29%	21%	0.0
Peru	10.2x	12.6x	4.0%	1.6x	3.1x	753%	20%	20%	0.0
Argentina	37.1x	11.2x	0.0%	2.5x	1.8x	NM	115%	4%	-

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 26 de agosto 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.