

One House View

Mantenemos la convicción en mercados accionarios conforme la reactivación avanza sin grandes contratiempos

• **Junio 2021** •



CONTENIDO

1

Resumen de la estrategia

Continuamos con una fuerte convicción en la renta variable en general, con cambios en Japón y la Eurozona.

• [Página 3](#) • [ir](#)

4

Estrategia de inversiones

Continuamos con la visión positiva, tanto para mercados desarrollados como emergentes.

• [Página 12](#) • [ir](#)

2

Visión global de los mercados

La inflación estadounidense sigue generando incertidumbre en los mercados internacionales.

• [Página 5](#) • [ir](#)

5

Análisis por países

Mantenemos la neutralidad sobre la renta variable de los países latinoamericanos, excepto en Brasil, donde permanecemos sobreponderados.

México

• [Página 15](#) • [ir](#)

Colombia

• [Página 18](#) • [ir](#)

Perú

• [Página 16](#) • [ir](#)

Uruguay

• [Página 19](#) • [ir](#)

Chile

• [Página 17](#) • [ir](#)

3

Resumen económico y de mercados

Los mercados emergentes, sobre todo los latinoamericanos, han destacado por un desempeño positivo en comparación con los desarrollados.

Retornos de mercado

• [Página 7](#) • [ir](#)

EE. UU.

• [Página 9](#) • [ir](#)

Japón

• [Página 10](#) • [ir](#)

Europa

• [Página 10](#) • [ir](#)

Emergentes

• [Página 11](#) • [ir](#)



[Valora nuestro informe](#)

RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

JUNIO

Ajustamos nuestra estrategia de renta variable.

Mantenemos la convicción por la renta variable en general, de acuerdo con nuestros modelos cuantitativos y el optimismo de los mercados internacionales con la reactivación de la actividad global. En este punto, consideramos que la vacunación es fundamental para el fin de la pandemia por coronavirus y dar paso a la normalización económica mundial.

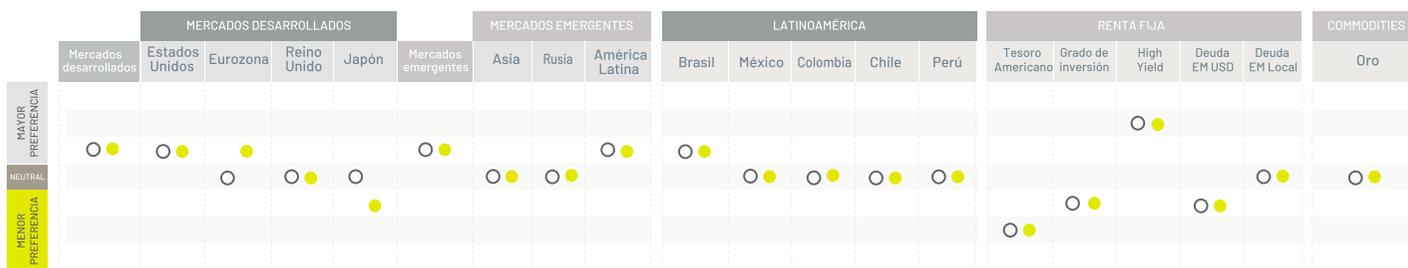
Dentro de la renta variable, destacamos nuestro cambio hacia la sobreponderación en la Eurozona y la subponderación en Japón. En cuanto al primero, vemos un aumento significativo en el ritmo

de vacunación e importantes ahorros personales, situaciones que han influido en la mejora de los índices de sentimiento en la región. Por otro lado, la determinación en Japón se debe a una extensión del estado de emergencia en ciertas localidades, a causa de un deterioro en sus condiciones sanitarias.

De cara al oro, seguimos con la neutralidad. Pese a que el metal precioso se constituye como una potencial cobertura ante el aumento en la inflación y, por otra parte, se ve beneficiado por los estímulos monetarios provenientes de los países desarrollados, consideramos privilegiar otra clase de activos más expuestos al mayor apetito por riesgo.

En renta fija, vemos una mayor volatilidad de las tasas de mercado conforme se alcance la normalización de la economía.

En este sentido, contamos con activos que se benefician del apetito por riesgo a través de una comprensión de su spread que permita compensar una eventual alza en la tasa base. Así, consideramos una alta convicción en títulos *High Yield*. En cuanto a deuda emergente en moneda local mantenemos la neutralidad y financiamos con deuda emergente en moneda dura, *Investment Grade* y Bonos del Tesoro.



○ Preferencia mes anterior ● Preferencia actual

NOTAS: EM: Emerging Markets Debt (Deuda Mercados Emergentes). Preferencias reflejan la ponderación de cada activo frente al benchmark.

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

ESTADOS UNIDOS

Mantenemos la sobreponderación en la renta variable estadounidense y la seguimos considerando como preferida sobre los mercados desarrollados. Su proceso de vacunación ya alcanza al 41 % de la población completamente inoculada, permitiéndole reducir la letalidad y contagio del virus, así como el levantamiento de las restricciones, algo que sigue impulsando las expectativas de utilidad y PMI que mantienen una fuerte tendencia alcista. Por otro lado, pese a las preocupaciones referentes a la inflación, la FED insiste que se debe a un efecto transitorio, por lo que continuarán con la atención a los datos de empleo y cifras macro que muestren la recuperación económica.

EUROPA

Llevamos la renta variable de la Eurozona a una sobreponderación, gracias a una mejora en el ritmo de vacunación, un aumento en los ahorros de los hogares, una composición de sectores cíclicos favorecidos en sus índices internos y señales de mejoría en sus cifras macro, las cuales seguirán teniendo perspectivas positivas con la política monetaria y fiscal expansiva del BCE y el Fondo de Recuperación Europeo, respectivamente. Sin embargo, mantenemos la atención en la desaceleración de China, que podría impactar el sector manufacturero de la Eurozona.

JAPÓN

Adoptamos una subponderación en el mercado nipón. El Estado ha extendido el estado de emergencia ante el lento proceso de vacunación y los deterioros en las condiciones sanitarias. Además, sigue existiendo la posibilidad de una inestabilidad política con la baja aprobación de su primer ministro. Sin embargo, mantenemos la atención en las utilidades proyectadas, principalmente, en sus sectores cíclicos impulsados por la dinámica global y una depreciación del yen que favorece su canal exportador.

EMERGENTES

LATINOAMÉRICA

Dentro de emergentes, América Latina sigue siendo nuestra preferida, principalmente, gracias a Brasil. Dicho país mantiene el compromiso por alcanzar tanto la estabilidad fiscal como el ritmo en el proceso de vacunación contra el coronavirus. Adicionalmente, su economía goza de una perspectiva favorable en commodities que podría potencializar su crecimiento.

ASIA EMERGENTE

Mantenemos la neutralidad en la renta variable de esta región. China busca desapalancar su economía para enfocarse en sectores estratégicos y darles estabilidad a sus cuentas nacionales. No obstante, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólida y sus exportaciones continúan beneficiadas por un mayor dinamismo mundial.

Te invitamos a leer nuestro informe completo One House View (OHV), que contiene las explicaciones pertinentes y el respaldo de nuestras posturas.



INFLACIÓN PREOCUPA A LOS INVERSIONISTAS PERO SE TRATARÍA DE UN FENÓMENO TRANSITORIO

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

Durante los últimos meses la inflación, especialmente en Estados Unidos, se ha vuelto una preocupación central para los inversionistas.

La inflación no es negativa para los mercados por sí misma.

Algunos de los factores que impulsan los precios pueden ser positivos para las acciones.

La inflación nos preocupa por sus eventuales implicancias en la economía, especialmente, en las reacciones de política monetaria que pudiese desencadenar.

Si bien hemos visto una aceleración de los precios en meses recientes.

Lo cierto es que gran parte de estas lecturas están fuertemente influenciadas por un efecto de base estadística hasta junio.

¿Significa esto que la Reserva Federal comenzará a retirar el estímulo monetario? No necesariamente.

Durante los últimos meses la inflación, especialmente en Estados Unidos, se ha vuelto una preocupación central para los inversionistas y hemos visto una gran cantidad de análisis y debates sobre el fenómeno que está atravesando dicha economía. El país norteamericano es un referente para los mercados de prácticamente todos los países debido a su tamaño, con un Producto Interno Bruto que supera en un 40% a su seguidor más cercano, China. Adicionalmente, el dólar es la moneda de reserva del mundo más importante y la mayoría de las transacciones internacionales se realizan en esta divisa.

La inflación no es negativa para los mercados por sí misma, de hecho, algunos de los factores que impulsan los precios pueden ser positivos para las acciones, un mayor dinamismo de la economía puede impulsar los resultados corporativos mientras que los paquetes fiscales en formas de transferencias directas y subsidios de desempleo pueden representar un flujo de entrada para los mercados. Sin embargo, la inflación nos preocupa por sus eventuales implicancias en la economía, especialmente, en las reacciones de política monetaria que pudiese desencadenar.

Si bien hemos visto una aceleración de los precios en meses recientes hasta niveles no vistos desde antes de la gran crisis financiera, lo cierto es que gran parte de estas lecturas están fuertemente

influenciadas por un efecto de base estadística, como la inflación se mide como la variación del nivel de precios con respecto al mismo mes del año anterior, las bajas lecturas que se dieron durante el *peak* de los confinamientos, por un desplome en el consumo, impulsan fuertemente a los indicadores actuales. Sin embargo, si comparamos el nivel de precios con el del mismo mes de dos años antes, nos entrega una lectura que, si bien está por sobre la meta de la Reserva Federal, es mucho más acotada. En síntesis, las altas inflaciones que hemos visto últimamente tienen un fuerte componente de base, pero de todas formas son superiores al objetivo. La razón de ello son los choques negativos de oferta ocasionados por la pandemia, el cierre de gran parte de la economía durante el año pasado, seguido de una rápida reapertura junto con un boom del consumo fomentado por importantes estímulos fiscales en forma de transferencias directas a la población que han generado cuellos de botella productivos y logísticos lo que se ha visto fomentado por un alza en los costos energéticos y la escasez de insumos y mano de obra.

¿Significa esto que la Reserva Federal comenzará a retirar el estímulo monetario? No necesariamente. La Fed tiene un mandato dual, por lo que es necesario analizar la situación desde ambas perspectivas. Por un lado, debe velar por la estabilidad de los precios y por otro debe buscar alcanzar el pleno empleo.



El año pasado, la Reserva Federal anunció un nuevo enfoque sobre la inflación.

Que le da holgura al banco central para que la inflación supere el 2% de forma transitoria.

Las interrupciones de las cadenas de suministro serían de carácter transitorio.

Desde el punto de vista del empleo aún queda un largo camino por recorrer para llegar a los niveles prepandemia.

Si se cumple lo evidenciado por las autoridades monetarias de Estados Unidos, la inflación debería ser un fenómeno transitorio.

Sin embargo, si los choques de oferta permanecen en el tiempo se corre el riesgo de que la Reserva Federal deba actuar de manera más agresiva.

Desde el punto de vista de los precios, como mencionamos anteriormente, estos están avanzando por sobre el objetivo. Sin embargo, el año pasado, la Reserva Federal anunció un nuevo enfoque sobre la inflación denominado *Flexible Average Inflation Targeting* donde el 2% de objetivo deja de ser un "techo" y pasa a ser un promedio en el largo plazo, por lo que le da holgura al banco central para que la inflación supere el 2% de forma transitoria sin tener que gatillar una decisión de política monetaria, esto considerando la posibilidad de "compensar" el no haber alcanzado la meta varias veces durante los últimos años. No está del todo claro cuál es el periodo promedio. Sin embargo, si consideramos desde que el objetivo del 2% se hizo explícito, en el año 2012, tendríamos que ver inflaciones bastante abultadas durante el 2021 y el 2022 (de en torno a 4,75% anual para el PCE). Es importante recalcar que la Reserva Federal no ha comunicado que este sea el periodo del objetivo promedio y este análisis solo busca poner la situación en perspectiva. Adicionalmente, miembros del comité de la Reserva Federal han sostenido que las interrupciones de las cadenas de suministro serían de carácter transitorio y deberían tender a corregirse conforme se normaliza la economía mundial, lo que, junto con dejar atrás los efectos de base, debería devolver la inflación a niveles cercanos a la meta autoimpuesta.

Desde el punto de vista del empleo aún queda un largo camino por recorrer

para llegar a los niveles prepandemia. Si bien, algunas cifras apuntan a que hay una importante demanda de fuerza de trabajo, con un porcentaje importante de negocios reportando que tienen puestos de trabajo disponible que no han podido llenar, lo cierto es que aún estamos lejos de los niveles prepandemia, la tasa de desempleo se ubicó en un 5,8% durante el mes de mayo mientras que la tasa de participación laboral que representa al porcentaje de personas que tienen o buscan trabajo con respecto a la población en edad de trabajar, tuvo una lectura de 61,6% versus un 63,3% prepandemia, señalando que aún existe holgura en el mercado laboral. Algunos economistas argumentan que conforme se vacune a más gente, se reabran colegios y se terminen los beneficios adicionales a los subsidios de desempleo en septiembre, el ritmo de recuperación del mercado laboral debería acelerarse.

Si se cumple lo evidenciado por las autoridades monetarias de Estados Unidos, la inflación debería ser un fenómeno transitorio y el estímulo monetario debería permanecer sin modificaciones al menos por los próximos meses para gradualmente comenzar a conversar sobre una política monetaria menos acomodativa conforme la normalización de la economía avanza. Sin embargo, si los choques de oferta permanecen en el tiempo se corre el riesgo de que la Reserva Federal deba actuar de manera más agresiva.

Eliminando el efecto de base estadística, la inflación se ve más contenida.

Fuente: Bloomberg



Nota: inflación calculada como la variación del índice con respecto al mismo mes de dos años antes, anualizada.



RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Durante mayo los mercados volvieron a experimentar retornos positivos. Si bien las preocupaciones sobre la inflación siguieron captando la atención de los analistas y se vivieron jornadas de volatilidad tras conocer algunos datos, el mercado sigue confiando en la palabra de los gobernadores de los bancos centrales, especialmente los del mundo desarrollado, que han insistido en que los shocks inflacionarios son transitorios, en que no retirarán el estímulo monetario en el corto plazo y en que comunicarán cuando comiencen a discutir sobre hacerlo en el futuro.

Dentro de las regiones, vimos un mejor desempeño de mercados emergentes que de mercados desarrollados donde destaca Latinoamérica. Emergentes, específicamente Latinoamérica y

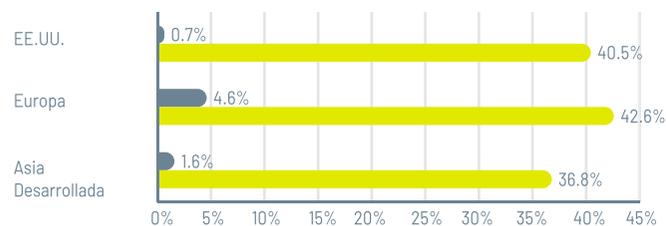
Europa Emergente, han atraído a inversionistas debido a su alta exposición a materias primas, que continuaron apreciándose durante mayo, y gracias a sus atractivas valorizaciones. Por el contrario, la alta ponderación de sectores tecnológicos en los índices chinos y la desaceleración controlada que impulsa Beijing provocaron el rezago de Asia Emergente. Dentro de desarrollados vimos importantes avances en Europa, que permanecía rezagada con respecto a Estados Unidos debido a una situación sanitaria deteriorada y una lenta vacunación que ya ha ganado ritmo. Japón no presentó importantes avances, ya que ha debido extender las medidas para contener la nueva ola de contagios. Finalmente, Estados Unidos ha permanecido sin grandes variaciones debido a la falta de catalizadores que le permitan seguir avanzando a sus índices tras la importante recuperación experimentada durante parte importante del año pasado y comienzos de este.

Dentro de renta fija internacional también se vieron retornos positivos ante un freno en las alzas de tasas de interés de mercado. Dentro de las categorías de mejor desempeño encontramos a la Deuda Emergente en Moneda Local gracias al avance de las monedas emergentes con respecto al dólar, le siguen la Deuda Emergente en Moneda Dura que se vio beneficiada del mayor apetito por riesgo. Los papeles Investment Grade se vieron beneficiados por el retroceso de la base y la compresión del spread. Mientras que el Treasury cerró con retornos positivos. Finalmente, los papeles High Yield cerraron planos, tras haber experimentado buenos retornos en meses recientes.

RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

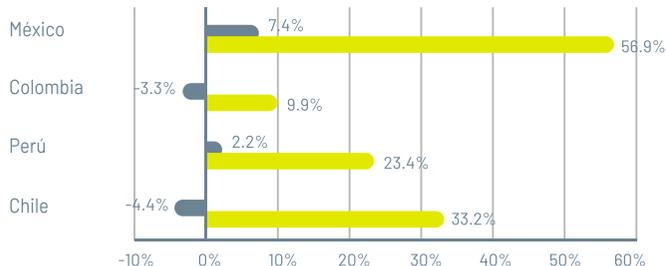
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



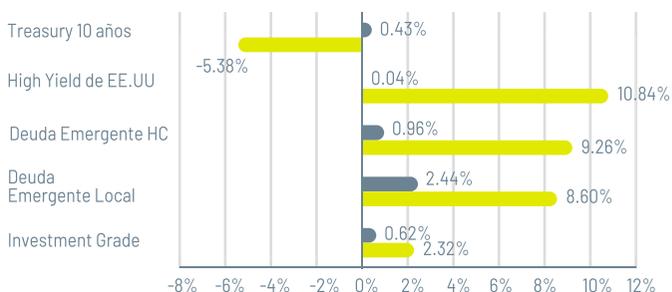
MERCADOS LOCALES



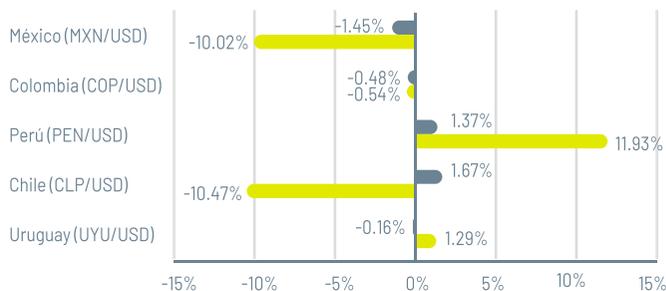
RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

MERCADO INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

MERCADOS LOCALES

MÉXICO: Sin lugar a duda el tema más relevante de la actualidad en México son las elecciones de medio término. Su importancia radica principalmente en que los partidos de oposición estarían disminuyendo el poder que tiene Morena, partido del presidente, en la Cámara Diputados, lo que limitaría a este último a hacer cambios a la Constitución de manera directa y sin limitaciones, e invitaría a la negociación. Sin embargo, todo apunta a que este partido mantendrá la mayoría simple en dicha cámara, lo que le permite no negociar el presupuesto federal, entre otros. Además, también están en juegos gubernaturas donde aparentemente este partido tomaría ventaja. Sin aún un resultado definitivo, este escenario de materializarse estaría dentro de lo que el mercado esperaba.

PERÚ: El 6 de junio se llevó a cabo la segunda vuelta de las elecciones generales, caracterizada por una fuerte polarización del electorado. Pedro Castillo, el candidato de la izquierda, fue el ganador por un margen muy pequeño, aunque aún debe ser ratificado. Durante las últimas semanas, Castillo intentó alejarse de las propuestas radicales de su partido (incluyendo expropiaciones de empresas) y del líder, Vladimir Cerrón, quien mantuvo un discurso radical y antisistema a lo largo de la campaña. El nuevo plan de gobierno de Castillo, que recoge técnicos de izquierda moderada, descarta las expropiaciones y se inclina a la renegociación de contratos en el marco legal actual, pero manteniendo un foco en políticas redistributivas. Castillo no tiene mayoría en el Congreso y deberá buscar alianzas para implementar sus propuestas.

COLOMBIA: En mayo se publicó el crecimiento económico para el primer trimestre de este año, ubicándose en 1,1% a/a, sorprendiendo positivamente al mercado, el cual esperaba un crecimiento anual de -0,4%. Lo anterior indica una recuperación relativamente rápida en el 1T21, y cierta resiliencia a los efectos de la pandemia evidenciado, igualmente, en los datos de crecimiento del 2020 versus sus pares de la región. En línea con lo anterior, hemos visto mejores expectativas de crecimiento del país para este año. Sin embargo, es importante resaltar riesgos de corto plazo, como el incremento de casos diarios de COVID-19 y disturbios sociales que han limitado la movilidad, factores que podrían restringir el crecimiento económico.

CHILE: Al igual que en marzo, en abril el Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) sorprendió al alza a los analistas por amplio margen, el indicador tuvo una lectura de 14,1% versus el 10,4% esperado, convirtiéndose así en la lectura más alta vista en años. Sin embargo, esto está explicado por un efecto de base estadística debido a los extendidos confinamientos que atravesaba el país durante el mismo mes del año pasado. En ese contexto, la serie desestacionalizada contra el mes anterior experimentó una contracción de un 1,4% debido a que la nueva ola de contagios que atraviesa el país ha forzado a las autoridades a retroceder en las fases del plan de desconfinamiento en algunas regiones. La situación sanitaria sigue deteriorada pese al extendido avance de la vacunación en el país, donde un 54% de la población objetivo está completamente inoculada y ya están calendarizadas las vacunaciones para personas de hasta 22 años. En el ámbito político, el 15 y 16 de mayo se llevaron a cabo las elecciones para la convención que redactará la nueva constitución del país y los resultados fueron negativos para el mercado. La coalición de derecha no logró alcanzar el tercio que le permitía tener poder de veto y las listas de independientes y de extrema izquierda superaron las expectativas. Se espera que la convención comience a funcionar durante los primeros días de julio donde discutirán el reglamento que regirá a la convención lo que nos dará luces de hacia a dónde se dirigirá el debate que pretende generar una nueva carta magna en el plazo de un año y que debe ser aprobada por la población en un plebiscito de salida.

URUGUAY: A pesar del avance en la vacunación, el cual se encuentra próximo a un 30% de la población con 2 dosis, la pandemia no da tregua y el número de infectados alcanza nuevos récords. Según anunció el propio presidente de la República, el Gobierno analiza la posibilidad de incorporar una tercera dosis al plan de vacunación, en función de las recomendaciones del grupo científico asesor. Dado que se tienen las vacunas suficientes como para hacerlo, no solo se pretende alcanzar a la población menor de 18 años, sino también la posibilidad de dar una tercera dosis para lograr la inmunidad del rebaño. El cruzamiento de vacunas de distinto laboratorio parece ser lo indicado, a partir de la propagación y prevalencia de la cepa P1 altamente contagiosa y una respuesta más débil de la vacuna de Sinovac.

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY



EE. UU.

Mantenemos el sobreponderar en Estados Unidos, el proceso de vacunación presenta un gran avance en el país tras la aplicación de más de trescientos millones de dosis, alcanzando un 41% de la población completamente vacunada y permitiéndole al gigante norteamericano alcanzar el número de contagios y fallecimientos diarios no vistos desde marzo del 2020. Gracias a lo anterior las autoridades han avanzado en el levantamiento de las restricciones y han anunciado que es seguro reunirse sin mascarillas en espacios abiertos y en grupos reducidos.

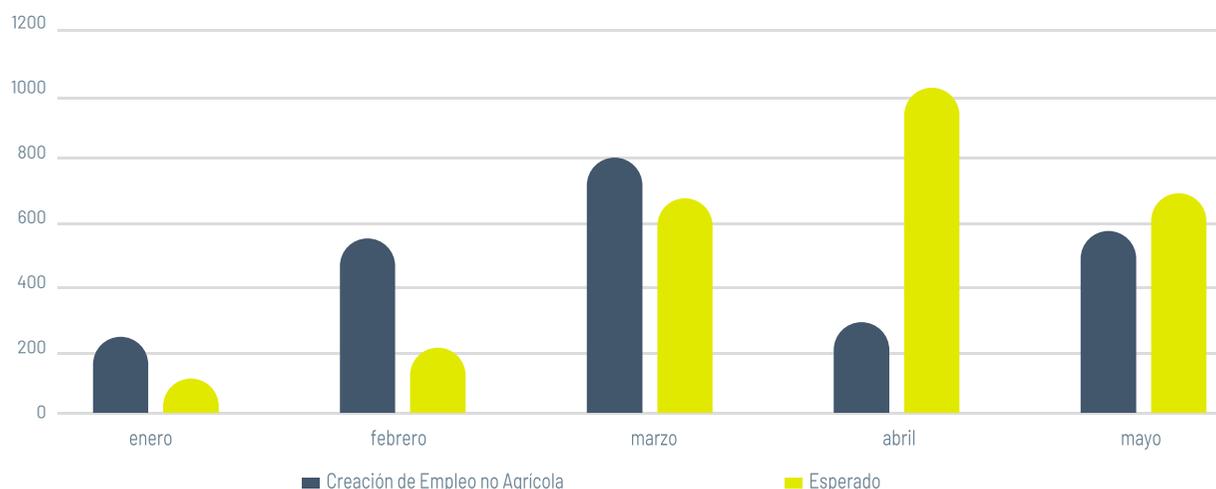
Autoridades sostienen que el tramo final de la campaña de vacunación puede ser el más difícil, ya que es necesario convencer a los indecisos y llegar a los lugares alejados de los grandes centros de vacunación. Desde el punto de vista económico, hemos visto algunos datos decepcionantes en el mercado estadounidense que han llevado a su índice de sorpresas económicas cerca de niveles negativos, dentro de estos datos destacan las ventas minoristas de abril y la creación de empleo de mayo la cual se ubicó en 559 mil versus los 645 mil esperados. De todas formas, la tasa de desempleo sorprendió a la baja con una lectura de 5,8% versus el 5,9% esperado y los PMI mostraron una aceleración, con el indicador de manufactura llegando al nivel de 61,2, es decir, en terreno ampliamente expansivo. Por otro lado, las expectativas de utilidad van al alza, favorecidas por un escenario global de reactivación, alcanzando un nuevo máximo y si bien las valorizaciones se mantienen elevadas, en comparación con la renta fija, siguen siendo atractivas. Adicionalmente, hemos visto una moderación de la volatilidad de las tasas de interés, las que se han movido de forma lateral y dan soporte a los precios. Con respecto a la inflación del gigante norteamericano,

que capta la atención de los analistas de todo el mundo, esta ha presentado lecturas abultadas en meses recientes, en parte por un efecto de base comparativa, pero también por interrupciones en las cadenas de suministro mundial conforme la economía busca volver a la normalidad tras el *shock* pandémico. De todas formas, las autoridades monetarias han insistido que se trata de un efecto transitorio y que debería corregirse en los próximos meses por lo que retiro paulatino de los programas de compras de bonos no son un riesgo inminente, aunque es un tema que podría comenzar a discutirse en las próximas reuniones del Banco Central en la medida que la recuperación económica y del mercado laboral siga su curso. Finalmente, estamos atentos a las negociaciones de los planes de estímulo fiscal anunciados por la administración de Joe Biden y a las discusiones en materia tributaria que buscan financiar dichos paquetes.

“Las expectativas de utilidad van al alza, favorecidas por un escenario global de reactivación, alcanzando un nuevo máximo y si bien las valorizaciones se mantienen elevadas.”

Creación de empleo decepciona al mercado

Fuente: Bloomberg





EUROPA

“Los índices de la Eurozona tienen una sobreponderación de sectores cíclicos con respecto a sus pares y hay una recuperación de las cifras macro.”

Pasamos Eurozona de una posición neutral a un sobreponderar, la vacunación ha ganado ritmo en la región que venía rezagada con respecto al Reino Unido y a Estados Unidos, lo que, junto a encuestas de sentimiento con tendencia al alza y un incremento en los ahorros de los hogares a causa del confinamiento durante el año pasado, podría ser beneficioso para las empresas de la región. A lo anterior se suma que los índices de la Eurozona tienen una sobreponderación de sectores cíclicos con respecto a sus pares y hay una recuperación de las cifras macro, lo que es recogido por sus índices de sorpresas con lecturas que se mantienen en terreno ampliamente positivo. Finalmente, vemos una política monetaria y fiscal ampliamente expansiva, con el Banco Central Europeo inyectando liquidez y con los recursos provenientes del Fondo de Recuperación Europeo. Como riesgos a la tesis vemos a la desaceleración controlada que está impulsando China debido a la demanda que existe desde el gigante asiático por las exportaciones de la región, lo que podría golpear a su sector manufacturero, el cual mostró resiliencia desde la primera reapertura en mayo del año pasado. Finalmente, el *boom* del consumo junto con las disrupciones mundiales en las cadenas de suministro también está impulsando a los precios en la región. Sin embargo, aún hay fuerzas deflacionarias potentes, por lo que el carácter transitorio del fenómeno es todavía más probable.

En Reino Unido mantenemos la neutralidad, el país lleva un exitoso programa de vacunación, donde más del 40% de las personas ya cuenta con su esquema de vacunación completo, esto le ha permitido a la administración de Boris Johnson delinear un plan para alcanzar la reapertura total durante este mes de junio, beneficiando a los indicadores del sector de servicios. Por otro lado, al igual que en la zona euro, su indicador de sorpresas económicas se encuentra en terreno positivo mientras que su índice accionario tiene una sobreponderación de sectores cíclicos. Dentro de los argumentos negativos para la región, encontramos el tema de los servicios, que quedaron fuera del acuerdo comercial del Brexit, donde destacan los servicios financieros, ya que aún no hay claridad respecto a posibles acuerdos que le permitan a Londres permanecer como polo financiero del continente. Por otro lado, llevar al país a una reapertura total cuando aún no se ha alcanzado la inmunidad de rebaño y ante la aparición de nuevas variantes, algunas de las cuales pueden ser más agresivas, representa un riesgo para los países miembros de la comunidad.

JAPÓN

En Japón adoptamos una posición negativa para utilizarlo como financiador. El país nipón ha presentado un deterioro de la situación sanitaria y si bien los casos han bajado en semanas recientes el proceso de vacunación avanza lento ante una reticencia de la población a ser inoculada. Esto ha forzado a las autoridades a extender el estado de emergencia decretado en algunas de las prefecturas más importantes del país, afectando a los sectores de servicios y provocando retrasos en la normalización de la economía doméstica. Finalmente, se mantiene la baja aprobación del primer ministro lo que genera temores de que el país vuelva a periodos de inestabilidad política. Como riesgos a la tesis vemos utilidades proyectadas al alza, una exposición de su índice a sectores cíclicos que podrían verse beneficiados por el mayor dinamismo mundial y una debilidad del yen que beneficia a empresas exportadoras, muy importantes para la bolsa local.



EMERGENTES

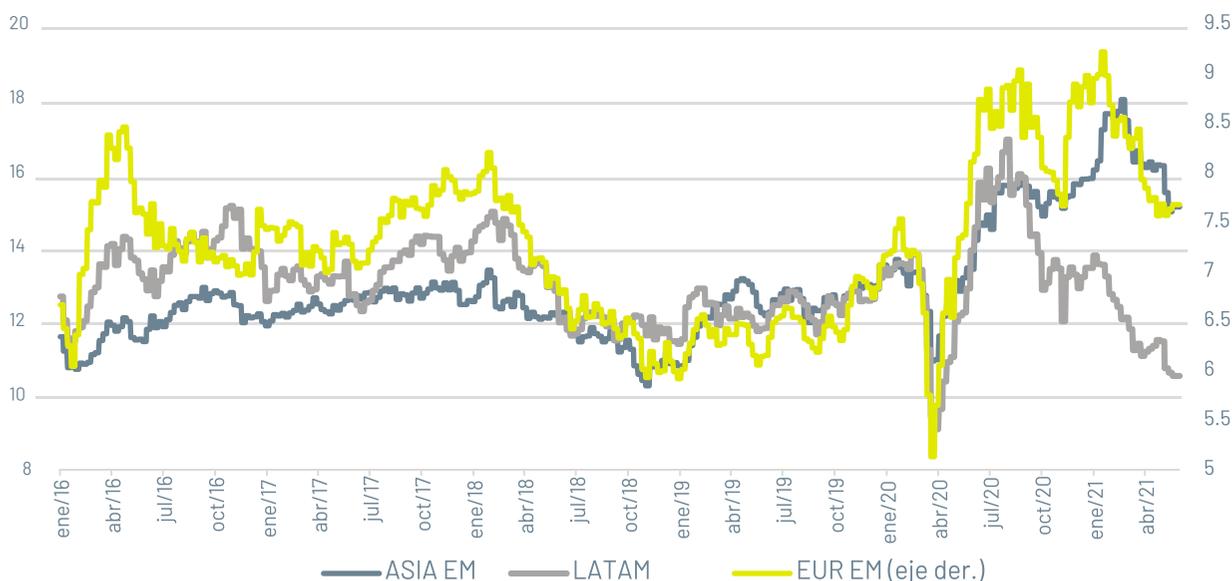
Dentro de emergentes contamos con preferencia por Latinoamérica, principalmente a través de Brasil, hemos visto un compromiso del Gobierno por alcanzar la estabilidad fiscal, para atraer a inversionistas, a través de reformas. Adicionalmente el índice tiene una correlación positiva con el petróleo dada su característica de país productor, por lo que se ve favorecido por las perspectivas favorables para los commodities. Finalmente, hemos visto un compromiso con la vacunación por parte del Gobierno mediante la compra de vacunas, aunque no ha logrado alcanzar la meta autoimpuesta de 1,5 millones de dosis administradas diarias de forma sostenida. Como riesgos a la tesis vemos una nueva aceleración de los contagios, aunque aún lejos de los máximos anteriormente vistos, recordemos que Brasil es uno de los países que se ha visto más afectados por la pandemia. Por otro lado, la liberación del expresidente Lula da Silva representa un riesgo para las elecciones presidenciales del próximo año. En Asia Emergente mantenemos la neutralidad, China, principal país de la región está llevando a cabo una desaceleración controlada que busca restringir el estímulo fiscal y monetario para desapalancar la economía y redirigir recursos hacia sectores estratégicos. De todas formas, la situación económica sigue siendo sólida, beneficiándose del mayor dinamismo mundial a través de sus exportaciones. Sin embargo, su sector manufacturero se ve presionado por el avance en los precios de las materias primas. Finalmente, el Gobierno central está impulsando una

serie de regulaciones que podrían afectar a algunos sectores clave como el tecnológico y el de construcción. En Europa Emergente, también mantenemos la neutralidad, la importante recuperación del petróleo y las perspectivas positivas para el mismo junto a una recuperación de las expectativas de utilidad, se ven opacadas por un riesgo geopolítico permanente y por tensiones con Estados Unidos que pueden derivar en la aplicación de nuevas sanciones.

“Dentro de emergentes contamos con preferencia por Latinoamérica, principalmente a través de Brasil”

Latinoamérica presenta valorizaciones más atractivas P/E FWD 12M

Fuente: Datastream



ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

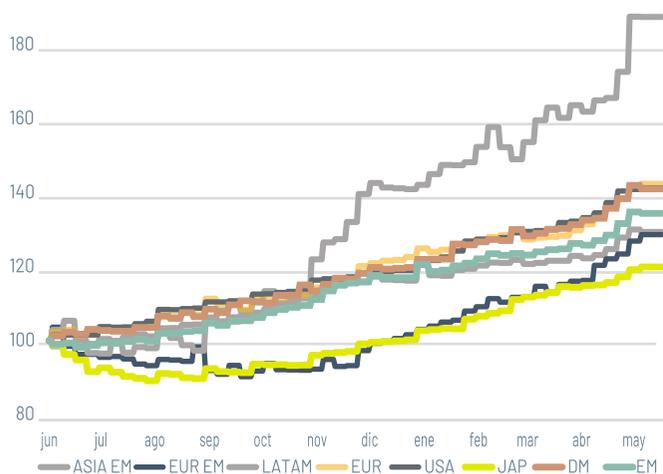
Contamos con una alta convicción en renta variable, con un doble sobreponderar, en línea con nuestros modelos cuantitativos que señalan una marcada preferencia por mercados accionarios. El mundo atraviesa una fase de reactivación conforme la vacunación avanza en diferentes latitudes y fundamentan su optimismo en los países que presentan una vacunación más extendida y han logrado llevar las cifras de la pandemia a niveles no vistos desde el comienzo de la misma, tales son los casos de Estados Unidos y Reino Unido. En Oro, mantenemos una posición neutral, si bien el metal precioso se ve beneficiado por los importantes estímulos monetarios aplicados por el mundo desarrollado y representa una buena cobertura de inflación cuando esta supera un cierto umbral, el escenario de mayor apetito por riesgo nos lleva a privilegiar otros activos. En renta fija mantenemos una subponderación, ya que utilizamos la categoría para financiar otros activos con mayor *upside* potencial y consideramos que las tasas de interés de mercado podrían seguir al alza conforme haya una mayor normalización de la economía, pese a que en el último tiempo han disminuido su volatilidad.

¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Mantenemos una visión positiva en ambas categorías. Si bien el mundo desarrollado se enfrenta a una situación sanitaria mucho menos compleja y la vacunación avanza a una tasa mucho mayor, también vemos en las positivas perspectivas para los commodities y en las atractivas valorizaciones argumentos positivos para mercados emergentes. Dentro de desarrollados contamos con preferencia por Estados Unidos y Eurozona. El gigante norteamericano ha experimentado una importante recuperación económica en un contexto de control de la pandemia y extendida vacunación que se ve apalancado en importantes estímulos monetarios y fiscales, algunos de los cuales aún deben ser negociados por el Congreso. En la zona euro vemos una mejora en el sentimiento ante una vacunación que ha ganado ritmo e importantes ahorros disponibles acumulados durante el confinamiento. Por otro lado, contamos con una visión neutral en Reino Unido, ya que si bien ha controlado la pandemia aún no se resuelve la situación de los servicios, especialmente los financieros, que quedaron fuera del acuerdo del Brexit. Finalmente, en Japón contamos con una visión negativa ante el deterioro de su situación sanitaria y un lento proceso de vacunación. Dentro de Emergentes, nuestra región preferida es Latinoamérica principalmente a través de Brasil dadas sus atractivas valorizaciones y las buenas perspectivas para el petróleo. En Asia Emergente contamos con una visión neutral, ya que, si bien la economía china aún muestra sólidos fundamentos gracias al mayor dinamismo mundial, el Gobierno central está llevando a cabo un proceso de desapalancamiento, lo que podría impactar el rendimiento de sus índices. Finalmente, mantenemos la neutralidad en Europa Emergente, dado que las buenas perspectivas para el petróleo y las utilidades de la región se ven opacadas por un riesgo geopolítico permanente.

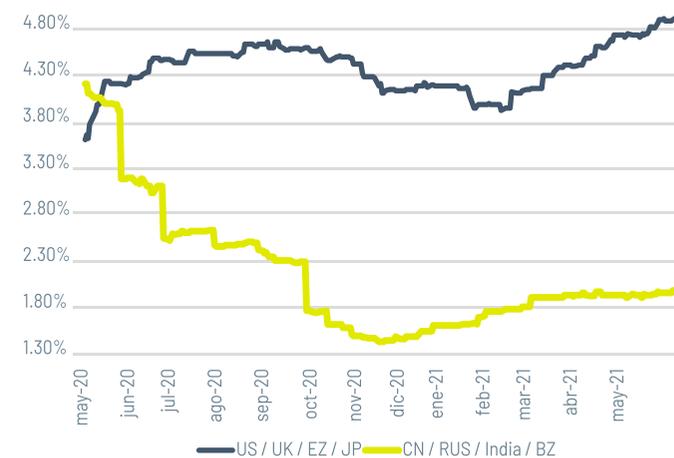
Expectativas de utilidad al alza en todas las regiones EPS FWD

Fuente: Datastream



Expectativas de crecimiento al alza en desarrollados y emergentes

Fuente: Bloomberg



RENTA FIJA INTERNACIONAL

Dentro de renta fija internacional mantenemos una alta convicción en papeles High Yield, consideramos que dichos papeles se ven beneficiados del mayor apetito por riesgo y de las positivas perspectivas para el petróleo, por lo que -en el entorno actual- la compresión de su spread es capaz de compensar eventuales nuevas alzas en la tasa base. En renta fija emergente, mantenemos una visión neutral de los papeles en moneda local mientras que contamos con una visión negativa para los papeles emitidos en moneda dura. Finalmente, contamos con una subponderación de papeles Investment Grade, directamente ligados a la tasa base y de Bonos del Tesoro, en caso de que las tasas de interés de mercado retomen las subidas en medio del contexto de reactivación.

Positivos retornos en Investment Grade y Deuda Emergente, High Yield plano.

Fuente: Bloomberg



COMMODITIES

Durante el mes de mayo, los commodities extendieron el avance que han tenido en lo que va de este año. El cobre experimentó una apreciación de 4,4% mientras que el petróleo hizo lo propio con un alza de 4,3%. En ambas materias primas mantenemos una visión positiva. En el metal rojo consideramos que la demanda del mundo ex china fomentada por paquetes de estímulo fiscal en forma de infraestructura contribuirá a mantener los precios, además hay riesgos de menor producción en Chile y Perú y productores mantienen una visión positiva para el metal. El principal riesgo para el metal es la desaceleración controlada que está llevando a cabo el Gobierno chino. En cuanto al crudo, consideramos que el manejo que está llevando la OPEP dará un soporte al precio, la organización va aumentando la producción conforme la demanda es capaz de absorberla y podría tomar acción en caso de que las condiciones de mercado se vuelvan desfavorables. Como riesgos a la tesis del petróleo, vemos eventuales desacuerdos entre los miembros de la OPEP o un acuerdo entre Estados Unidos e Irán que le permita aumentar las exportaciones al país de medio oriente.

Commodities nuevamente con retornos positivos.

Fuente: Bloomberg



PRINCIPALES SUPUESTOS PARA LA ESTRATEGIA

- A** 2021 será un año de recuperación económica en la medida que se puede superar la pandemia a través de las vacunas.
- B** Bancos centrales mantendrán el estímulo monetario, monitoreando de cerca la inflación, pero con mayor flexibilidad en el corto plazo.
- C** Gobiernos prolongarán la acción fiscal para dar apoyo a la reactivación y recuperar las cifras de empleo.
- D** Permanece riesgo de tensiones internacionales entre diferentes potencias.

PRINCIPALES RIESGOS DE NUESTRA ESTRATEGIA GLOBAL

El principal riesgo para nuestra estrategia sigue siendo la pandemia del coronavirus, el mayor optimismo en los mercados se fundamenta en el hallazgo de una vacuna que permita controlar definitivamente los contagios, sin

embargo, a pesar de la efectividad mostrada por algunos laboratorios el proceso para inmunizar a gran parte de la población mundial implicará un esfuerzo sin precedentes en términos de fabricar miles de millones de dosis y la logística para hacer llegar dichas dosis a todos los rincones del mundo, especialmente en los países emergentes. Adicionalmente, podría aparecer una nueva variante que sea más resistente a la protección generada por las vacunas, provocando una nueva ola de contagios con sus respectivas restricciones. Un segundo riesgo para nuestra estrategia es la inflación en Estados Unidos, si bien se estima que la aceleración de los precios será transitoria, dados los efectos de base y el proceso de reapertura, y la Reserva Federal ha anunciado una política más flexible donde la inflación podría sobrepasar la meta de 2% en el corto plazo sin gatillar un alza de tasas, lo cierto es que no está del todo claro el efecto que las importantes expansiones de la oferta monetaria experimentadas el año pasado y los planes de estímulo fiscal tendrán sobre los precios en el mediano plazo, una aceleración importante podría obligar a la FED a aplicar una política monetaria más restrictiva. Un tercer riesgo para nuestra estrategia tiene relación con la política, a nivel global, la constante tensión entre potencias mundiales puede desencadenar nuevos conflictos que puedan tener impacto en los mercados. A nivel regional, durante este año, en Latinoamérica, se llevarán a cabo una serie de elecciones presidenciales, así como elecciones para cambios constitucionales, lo que podría ser una importante fuente de incertidumbre sobre todo ante un escenario social tensionado. Finalmente, un error de China en su proceso de desaceleración controlada podría tener un impacto sobre el crecimiento mundial.





MÉXICO

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana es la de mejor rendimiento en lo que va del año en Latinoamérica y está transando en línea con su promedio histórico de P/E (16x). Sin embargo, nos mantenemos positivos y creemos que todavía hay *upside* a estos niveles por los siguientes factores: sus pares en la región vienen atravesando diferentes problemas políticos (Chile, Colombia, Perú) lo cual puede continuar los flujos de entrada hacia México. No menos importante, los economistas siguen subiendo los estimados de crecimiento económico en México, por las buenas perspectivas de Estados Unidos para este año. México es el principal socio comercial de Estados Unidos y además tiene una alta representatividad en las utilidades de Mexbol (20% provienen de ese país), algo que no se aprecia en ningún otro país de la región.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Durante mayo, la curva de bonos del Tesoro registró movimientos a la baja. Este hecho además de la falta de catalizadores resultó en un aplanamiento en la curva nominal local donde los nodos medios y largos descendieron en promedio 30 puntos base. Por otro lado, la curva de bonos reales se ajustó a la curva nominal, pero en su caso la dinámica bajista fue generalizada promediando 11 puntos base entre todos sus nodos. Si bien no se descarta que la dinámica de *Treasuries* continúe al alza, obedeciendo a la dinámica de recuperación, esta debería ser de manera más moderada; con ello, y pasadas las elecciones en México donde está por materializarse una disminución de la ocupación de morena en la Cámara de Diputados, podría esperarse estabilidad.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante mayo, el dólar registró una depreciación del 1,45% en comparación de la moneda mexicana, con lo cual apenas registra un crecimiento de 0,20% en lo que va del año. De cara a las elecciones locales, el dólar se comportó incluso por debajo de niveles previos. Por otro lado, se esperaría cierto fortalecimiento de esta divisa obedeciendo la dinámica de recuperación en Estados Unidos; sin embargo, a esto contrasta el nivel actual de liquidez que aún permanece en el mercado como resultado de las inyecciones que ha hecho el Banco Central y Gobierno, así como el mayor apetito por activos de riesgo. En consecuencia, aún hay hechos que podrían presionar la moneda local y llevar a la paridad a 20,50 MXN/USD a cierre de 2021.

TASAS DE INTERÉS

Al haber disminuido la presión desde los bonos del Tesoro americano sobre las curvas locales, durante el mes de mayo y previo a elecciones, se reportó un descenso en los nodos medios y largos en las tasas nominales, promediando 30 puntos base; mientras que, en el caso de los bonos reales, con 11 puntos base promedio, la dinámica bajista fue generalizada. Este hecho se dio a pesar de que la inflación en Estados Unidos superó el 4%. Sin embargo, algunos miembros de la Fed consideran que la dinámica actual de la inflación es transitoria y aún no integran en su discurso la potencial disminución de los apoyos a la economía.

INFLACIÓN

Durante mayo, la inflación general reportó un incremento de 0,20% respecto al mes previo, cifra con la que se alcanzó 5,89% en términos anuales. Por su lado, el índice de precios subyacente se incrementó en el mes 0,53% o 4,37% anual; dentro de este, los precios de mercancías y servicios crecieron 0,62% y 0,42% respectivamente. Por otro lado, el índice de precios no subyacente, y más volátil, se contrajo 0,75%, pero alcanzó 10,76% en términos anuales. Al interior de este último los agropecuario continuaron con alzas, en esta ocasión de 1,91%, mientras que el rubro de energéticos retrocedió 2,71% en este periodo. A pesar de que en términos generales la inflación descendió, estos niveles anulan el espacio de recortes para Banxico.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

A pesar de que la inflación durante la primera quincena de mayo descendió a 5,8% desde 6,08%, Banxico decidió mantener sin cambios su tasa de política monetaria durante su reunión de mayo en 4%. A pesar de que, dicho desde el propio Banco Central, la presión actual sobre los precios podría ser transitoria, estos niveles anulan prácticamente el espacio para un recorte adicional. Por otro lado, a pesar de que el mercado comienza a poner en precio incrementos, mientras la FED se mantenga sin cambios es probable que Banxico no mueva su tasa en el corto plazo.





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En el mes de mayo, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima rindió 2,2%. Las acciones mineras se apreciaron 4,5% en el mes, con Buenaventura y Southern Copper subiendo 18,5% y 0,5%, respectivamente. Construcción no tuvo mayor variación, con Aenza, Unacem y Ferreycorp retrocediendo 9,6%, 5% y 6,5%, respectivamente. El sector consumo rindió -0,2%, con Inretail subiendo 5,9% pero Alicorp cayendo 5,4%. Utilities se apreció 0,8%. Los papeles financieros rindieron 13,8%, con Credicorp e IFS subiendo 15,1% y 9,7%, respectivamente.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Tras los resultados electorales, el tipo de cambio se elevó alrededor de los 4 soles por dólar, un nivel histórico. Esperamos que este nivel se mantenga y una tendencia alcista a medida que el presidente electo implemente las medidas contenidas en su plan de gobierno que perjudiquen el ambiente empresarial en el país. El evidente riesgo a la baja sería una moderación del discurso planteado inicialmente o la imposibilidad de implementar las reformas tal y como fueron planteadas.

INFLACIÓN

En mayo, el IPC de Lima Metropolitana aumentó 0,27% m/m y acumuló una variación de 2,45% en los últimos doce meses. Cuatro grupos contribuyeron positivamente a la inflación: Alimentos y Bebidas, 0,62% m/m; Transportes y Comunicaciones, 0,60% m/m; Cuidados y Conservación de la Salud, 0,24% m/m; y Muebles y Enseres, 0,16% m/m. Mientras que Alquiler de Vivienda contrarrestó a los grupos anteriores con una reducción de 1,01% m/m. La inflación a nivel nacional en mayo fue 0,22%, acumulando 2,77% en los últimos doce meses. Las expectativas de inflación a doce meses se ubicaron en 2,30%.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

El conteo de los votos viene llevándose a cabo por el organismo electoral, existe un ligero margen entre ambos candidatos. Nuestro posicionamiento en esta coyuntura es subponderar duración, privilegiando la liquidez. En el escenario en que Pedro Castillo sea confirmado ganador, vemos que la curva podría empinarse. En caso de que gane Keiko, podríamos ver un rally de 50 bps.

TASAS DE INTERÉS

La curva soberana bajó en promedio 45 puntos básicos en mayo en el tramo desde Sob 28 hasta Sob 55, con bajadas guiadas principalmente por la subida en las encuestas de la candidata mejor vista para el mercado. A pesar de esto, la curva soberana no se recupera a los niveles pre-elecciones debido a que aún hay incertidumbre sobre quién ganará las elecciones. Producto de esto, vemos un menor empinamiento de la curva soberana con respecto al mes pasado. El spread del bono a 10 años del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. se mantiene alrededor de 317 bps, por encima del promedio de 290 bps de los últimos dos años.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Directorio del BCRP dejó la tasa de referencia en 0,25%. La decisión se sostiene en una inflación reduciéndose tras el paso de impulsos transitorios; y expectativas de inflación en 2,3%. Destaca además que los indicadores de expectativas empresariales se han recuperado y ya se ubican en el tramo optimista. El Directorio recomienda mantener una postura expansiva durante un período prolongado mientras persistan los efectos negativos de la pandemia. Tras la volatilidad electoral, el BCRP implementó un programa de compras de soberanos a través de subastas en el mercado secundario.



CHILE

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante el mes de mayo la bolsa experimentó una caída de 4,4% medida en dólares. La plaza local se vio afectada fuertemente por el resultado de las elecciones constituyentes cayendo más de un 9%, en moneda local, el día después de las elecciones. La elección generó una gran cantidad de incertidumbre, ya que las listas que obtuvieron los mejores resultados se han manifestado abiertamente a favor de políticas que pueden ser perjudiciales para el mercado y poseen una agenda redistributiva y medio ambiental. Además, al haber una gran cantidad de independientes, no está del todo claro sus posturas en temas clave como el futuro de los fondos de pensiones o de la autonomía del banco central.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dentro de la renta fija local tenemos un leve corto en duración debido a que esperamos un alza, principalmente en las tasas de gobierno en CLP producto de futuras alzas de TPM y curvas externas. Por el lado de corporativos estamos leve largos en papeles que vemos mayor devengo y posible compresión de spread producto de las mejores perspectivas económicas. En bancos estamos más cerrados. Finalmente, mantenemos una alta convicción en los papeles con tasa real debido a que las expectativas de inflación las vemos más bajas de lo esperado.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

La moneda local no se vio tan afectada como el resto de los activos ante el resultado de las elecciones, el dólar experimentó una apreciación de 1,7% durante el mes de mayo. Esto tiene su explicación principalmente en dos factores. El primero, es el alto precio del cobre, principalmente fuente de dólares en el país, el cual siguió avanzando durante el mes de mayo con una apreciación de un 4,4%. El segundo, es que el tipo de cambio ya se encontraba en un nivel bastante alto antes de las elecciones, es decir, parte del riesgo asociado a la misma ya estaba internalizado por la moneda por lo que si bien sufrió una apreciación debido al resultado peor a lo esperado, esta fue más acotada.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas de interés también experimentaron la volatilidad asociada al resultado de las elecciones. Tras el resultado experimentaron una fuerte subida la que conforme avanzó el mes y el mercado asimiló el resultado, devolvieron gran parte de la subida para cerrar con una variación positiva de entre 5 y 10 puntos base, tanto en tasas nominales como en tasas reales.

INFLACIÓN

Durante el mes de mayo los precios en Chile experimentaron un alza de 0,3%, en línea con las expectativas del mercado. Con esto la inflación anual se aceleró al 3,6% desde el 3,3% en abril. En lo que va el año, los precios acumulan un alza de un 1,9%. De las doce divisiones que componen la canasta 6 presentaron incidencias positivas, cuatro negativas y dos no tuvieron impacto. Dentro de las principales alzas destacan transporte (1,5%) y equipamiento y mantención del hogar (0,8%). Dentro de las divisiones con mayores bajas encontramos a los alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,2%) entregando un leve respiro a los consumidores, ya que fue una de las categorías que más alzas experimentó durante el año pasado.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria durante el mes de mayo, el consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la Tasa de Política Monetaria en 0,5%, nivel mínimo histórico al que llegó en marzo del año pasado como respuesta a la crisis sanitaria que afecta al mundo. Sobre la inflación, objetivo central del ente emisor, indicó en su IPoM de marzo, que veríamos un incremento de esta en el corto plazo, pudiendo alcanzar el 4% durante algunos meses, situación que se regularizaría hacia fin de año terminando en un nivel de 3,4% en 2021 y de 2,9% en 2022. Finalmente, el consejo estima una mantención de la TPM en este nivel altamente expansivo hasta que vea un fortalecimiento del crecimiento que permita converger a la meta de inflación de 3% en un horizonte de dos años.



COLOMBIA

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En mayo, el COLCAP presentó una caída de 3,3% m/m, acumulando en el año una rentabilidad negativa de 23%, explicado por la continuación de los disturbios sociales provenientes del proyecto de la reforma tributaria por parte del Gobierno, el incremento de los casos diarios de COVID-19 y el recorte en la calificación crediticia por parte de la calificadora de riesgo S&P. Dicho lo anterior, periodos de alta volatilidad podrían persistir. Sin embargo, el avance del programa de vacunación, las expectativas positivas en el precio del petróleo dada la llegada del verano y el incremento en las perspectivas de crecimiento económico del país, son factores que podrían dar soporte al mercado. Mantenemos una postura neutral.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

A finales de mayo, la calificadora de riesgo S&P rebajó la calificación crediticia de Colombia de BBB- a BB+, con perspectiva estable, perdiendo el grado de inversión por parte de esta agencia. Dicha noticia tomó al mercado por sorpresa, dado que días previos al anuncio el mismo S&P había reafirmado la calificación BBB-, con perspectiva negativa. La decisión de la agencia estuvo motivada por los disturbios sociales y el deterioro en el panorama fiscal tras el retiro de la propuesta inicial de reforma tributaria, lo que daría indicios de una nueva propuesta de menor envergadura. Se espera que la calificadora de riesgos Fitch realice un movimiento similar, aunque ha resaltado su disposición a esperar a conocer el nuevo proyecto de la reforma tributaria para pronunciarse.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global presentó una caída de 1.59% m/m (DXY), explicado por una aceleración en la inflación y el mensaje por parte de la FED de mantener su política monetaria expansiva por un largo periodo de tiempo, contrario a lo que espera el mercado. En línea con lo anterior, el peso colombiano presentó una apreciación de 0.48% m/m, impulsado por un incremento en el precio del petróleo, un avance en el ritmo de vacunación y datos macroeconómicos sorprendiendo al alza. Sin embargo, existen riesgos como las nubladas perspectivas fiscales del país, la posibilidad de perder grado de inversión, disturbios sociales y un incremento en casos de COVID-19 que podrían generar volatilidad en el comportamiento de la moneda.

TASAS DE INTERÉS

En mayo, la curva local colombiana presentó un empujamiento asociado a la mejor recuperación económica de lo previamente anticipado durante el primer trimestre del año. No obstante, los disturbios sociales, la incertidumbre fiscal y el actuar del Banco Central seguirán marcando la pauta del movimiento en tasas. Esperamos una sorpresa negativa en los datos de actividad económica en los próximos meses, pero no descartamos algún alivio adicional en tasas tras la sobrerreacción del mercado al recorte de calificación crediticia por parte de S&P.

INFLACIÓN

En mayo, la inflación presentó una variación mensual de 1%, mayor al consenso del mercado (0,79%). Este resultado estuvo explicado por las contribuciones mensuales positivas de 11 rubros, principalmente por Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,88%), debido a problemas de abastecimiento y a los disturbios sociales que han resultado en bloqueos de vías. Únicamente Información y comunicación (-0,05%) presentó contribución negativa, dado descuentos ofrecidos por la entrada de un nuevo competidor.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En mayo, la Junta Directiva del Banrep no llevó a cabo la reunión de la tasa de política monetaria, en línea con su esquema regular de reuniones. En la reunión de abril se decidió mantener la tasa de política monetaria en 1,75%. Según el Banco, dicha decisión tuvo en cuenta la tendencia positiva en la actividad económica durante el primer trimestre del año y la inflación anual de marzo (1,52%). Sin embargo, las nubladas perspectivas fiscales, el incremento de la tasa de desempleo, y el aumento de contagios diarios, son riesgos que generan incertidumbre sobre futuras decisiones de la tasa de política monetaria.





URUGUAY

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El comercio exterior volvió a entregar cifras muy alentadoras en el mes de mayo. Las solicitudes de exportación del mes llegaron a USD 995 millones lo que representa un aumento de 59% respecto al mismo mes de un año atrás. Si bien la base de comparación es baja por efecto de la pandemia igualmente representa un incremento de 14% respecto de mayo de 2019. Por otra parte, este mayor dinamismo de las exportaciones está teniendo su correlato en la producción industrial con un avance del núcleo manufacturero de 7% en marzo respecto de febrero en términos desestacionalizado. Sin embargo, en lo que refiere a comercio y servicios la situación es diametralmente opuesta e incluso sus perspectivas poco alentadoras tomando en consideración el deterioro en el empleo y la caída en el salario real.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

A nivel global el mayor apetito por riesgo derivado de la recuperación económica en curso logró por el momento sobreponerse a las preocupaciones de que el avance en la inflación pueda forzar una reducción de los estímulos monetarios antes de lo esperado. A nivel local esto se vio reflejado en una ligera apreciación del peso uruguayo y una desvalorización de los tramos medios y largos de las curvas tanto nominales como reales. Sin embargo, una pandemia que no da respiro a pesar del avance en la vacunación dio soporte a la parte corta de las curvas, en el entendido de que se requerirá de una política monetaria laxa por más tiempo mientras la actividad no logra acelerarse. Ante este elevado grado de incertidumbre sugerimos estar neutrales en duración con preferencia por la tasa nominal.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar en mayo permaneció estable en la medición punta a punta, con una variación de apenas -0,02% manteniendo en el acumulado del año una variación positiva de 3,43%. A nivel global el dólar presentó en general signos de debilitamiento. En la región, sin embargo, el comportamiento fue algo más heterogéneo, destacando un fuerte debilitamiento en Brasil ante nuevas evidencias de la resiliencia de su economía a pesar de la situación sanitaria, mientras que en sentido opuesto Perú y Chile vieron un fortalecimiento del dólar impulsado por la incertidumbre política. En Uruguay, internalizado el deterioro en lo sanitario, la confianza de los inversores y la mejora en los términos de intercambio favorece una apreciación de la moneda local.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre -20 y +70 puntos base durante el mes de mayo, observándose ligeras caídas en el tramo corto hasta aumentos importantes en los plazos más largos, lo que caracteriza un empinamiento. Un comportamiento algo similar ocurrió con las tasas de interés en unidades indexadas donde las caídas en el tramo corto fueron de mayor magnitud -40 puntos base, mientras que los aumentos se concentraron en el tramo medio llegando hasta +40 puntos base en 5 años. Por último, las tasas de interés en dólares americanos permanecieron estables en la comparación de cierre de mes, al igual que lo hicieron los bonos del tesoro de los EE. UU. resultando en muy acotadas variaciones de spreads.

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor aumentó 0,46% durante mayo a partir del impulso en el precio de las carnes (+2,04%), aceites y grasas (+3,68%), legumbres y hortalizas (+0,73%), azúcar (+5,93%), vivienda (+0,47%) y transporte (+0,59%). Este registro se ubicó ligeramente por debajo de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,5%) y la variación de los últimos doce meses descendió a 6,64% -desde 6,76% en abril-. Con esto la inflación global se mantiene por segundo mes consecutivo dentro del rango meta (entre 3% y 7%) y continúa su senda de desaceleración. No obstante, una vez más el componente tendencial se ubicó por encima del global señalando que las presiones subyacentes aún persisten, aunque en el margen también se desaceleran.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 14 de mayo tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió por unanimidad de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 4,5%. Esta instancia de política monetaria expansiva busca acompañar la actual coyuntura, donde se privilegia el aseguramiento de la liquidez. Una vez más, se volvió a reiterar el compromiso con una senda monetaria consistente con el objetivo de inflación, y en consecuencia cuando se supere la emergencia sanitaria se comenzará con un aumento gradual de la TPM.

INFORMACIÓN RELEVANTE. El contenido del presente documento proviene de fuentes consideradas como fidedignas; sin embargo, no se ofrece garantía alguna, ni representa una sugerencia para la toma de decisiones en materia de inversión.





INVESTMENT MANAGEMENT