

Visión mensual de inversiones agosto 2021

Disminuimos la convicción en renta variable, pero seguimos positivos

Resumen estrategia

- De cara a agosto, adoptamos una menor convicción en renta variable, aunque seguimos positivos. En semanas recientes, nuestros modelos cuantitativos han disminuido la convicción en renta variable, acercándose a la neutralidad, mientras que, a nivel cualitativo, consideramos que, si bien aún nos encontramos en un entorno favorable para los activos de riesgo, han surgido algunos riesgos adicionales, especialmente en mercados emergentes. Financiamos adoptando una visión menos negativa en renta fija, mientras que mantenemos una neutralidad en oro.
- Dentro de renta variable realizamos varios ajustes. En primer lugar, adoptamos una visión positiva en Japón, ya que el país presenta un rezago con respecto a sus pares desarrollados, lo que representa una oportunidad en la medida que avance el proceso de vacunación, se controle la pandemia y se recupere la actividad. Dentro de emergentes adoptamos una visión negativa en Asia Emergente y Latinoamérica. En el primer caso, consideramos que la desaceleración controlada que impulsa el Gobierno central tuvo un impacto en la actividad mayor al esperado y algunas intervenciones de Beijing en algunas industrias han tenido un importante impacto en el sentimiento de mercado. En Latinoamérica disminuimos la convicción ante ruidos políticos, especialmente en Perú, donde adoptamos una subponderación, mientras que permanecemos neutrales en el resto de los países de la región.
- Dentro de renta fija también realizamos cambios en los portafolios. Por un lado, disminuimos la convicción en High Yield en línea con un menor apetito por riesgo. Sin embargo, seguimos positivos, consideramos que la categoría se seguiría viendo beneficiada en la medida que se mantenga el dinamismo. En Investment Grade adoptamos una posición neutral al igual que en la Deuda Emergente en Moneda Dura, ante perspectivas positivas para el dólar en el corto plazo. Finalmente, mantenemos la neutralidad en la Deuda Emergente en Moneda Local y la subponderación en los Bonos del Tesoro ante un nivel de tasa de interés poco atractivo.

Recomendación

- Menor preferencia
 = Neutral
 + Mayor preferencia

TIPO DE ACTIVO	JULIO	AGOSTO
TOTAL RENTA FIJA	- -	-
Deuda Emergente USD	-	=
Deuda Emergente Local	=	=
High Yield	+ +	+
Investment Grade	-	=
Tesoro Americano	- -	- -
TOTAL RENTA VARIABLE	+ +	+
Renta Variable Emergente	=	- -
Asia Emergente	=	-
Latinoamérica	=	-
Chile	=	-
Perú	=	-
México	=	=
Brasil	=	=
Colombia	=	=
Europa Emergente	=	=
Renta Variable Desarrollada	+ +	+ + +
Estados Unidos	+	+
Europa Desarrollada	+	+
Reino Unido	=	=
Asia Desarrollada	=	+
COMMODITIES	=	=
Oro	=	=

Estas posiciones corresponden a la visión del equipo Tactical Asset Allocation.



↑
9,34%
 Turquía destaca con el mejor retorno en julio

↓
-9,33%
 Bolsa de China cae ante intervenciones del Gobierno central

Visión mensual de inversiones agosto 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En junio, la economía chilena volvió a batir un récord: el IMACEC experimentó un alza de 20,1% con respecto al mismo mes del año anterior, la lectura más alta desde que se tiene registro. Si bien la variación porcentual tiene un importante efecto de base estadística, estuvo muy por sobre las expectativas del mercado de 18%. La serie desestacionalizada, con respecto al mes anterior, presentó una variación positiva de 2,1%, también muy por sobre el 0,6% esperado. Con esta lectura, la economía chilena creció un 17,4% en el segundo trimestre y un 8,84% en el primer semestre. Esto se da gracias a los importantes estímulos fiscales aplicados por el Gobierno, los retiros de fondos previsionales que han disparado el consumo y la reapertura conforme se van levantando las restricciones gracias al avanzado proceso de vacunación que lleva el país.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su última reunión de política monetaria en el mes de julio, el consejo del Banco Central de Chile decidió subir su Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 0,75%. Con respecto a la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de junio que veríamos un aumento en el corto plazo, donde podríamos superar en algunos meses el 4% año contra año, cerrando el 2021 con un avance de los precios de un 4,4%. Finalmente, el consejo estima que tendríamos más subidas durante este año donde el consenso del mercado ubica la TPM en un 1,5% al cierre del 2021. En cuanto a las estimaciones de crecimiento el BCCh proyecta entre un 8,5% y 9,5% para este año.

TASAS DE INTERÉS

- Durante el mes de julio las tasas tuvieron un comportamiento mixto, donde la parte corta y media experimentaron alzas tanto en los papeles nominales como en los reales, lo que tiene un impacto importante en los portafolios. Por otro lado, vimos bajas en las tasas más largas de papeles soberanos. En cuanto a los flujos, seguimos viendo salidas, tanto en los fondos mutuos de Renta Fija Local como en el multifondo E de las AFP, el cual tiene la mayor exposición a bonos locales.

INFLACIÓN

- En julio la inflación sorprendió al alza en Chile con una lectura de 0,8% versus el 0,4% esperado por los analistas. Con esta lectura, la aceleración de los precios acumula un alza de 2,8% en lo que va del año y un 4,5% en doce meses, muy por sobre el objetivo del Banco Central de Chile (3%). Con esto, aumentan las presiones para que continúen las alzas en la Tasa de Política Monetaria iniciadas por el instituto emisor en el mes pasado. De las doce divisiones que componen el indicador, nueve presentaron incidencias positivas, una no presentó incidencias mientras que dos tuvieron una incidencia negativa. Dentro de las principales alzas estuvo Transporte, impulsado por los combustibles –el Gobierno ya ha tomado acción para forzar a una baja de los combustibles– y Alimentos y Bebidas no alcohólicas. Dentro de las categorías que presentaron bajas, destaca Vestuario y Calzado.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante el mes de julio el tipo de cambio en Chile continuó su depreciación con el peso retrocediendo 3,35%, llevando al dólar a alcanzar su nivel máximo en lo que va del año. La situación anterior se dio a pesar de que el cobre presentó un avance de más de 4% en el mes. Esto se da, principalmente, por el ruido interno de origen político que hace perder atractivo al peso en particular y a los activos chilenos en general.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las expectativas de inflación han subido llegando a niveles de 3,5% luego de que el Banco Central, en su último IPoM, manifestara que espera una inflación de 4,4% para este 2021. Adicionalmente, hemos visto una importante alza del tipo de cambio. El mercado espera tres alzas más de la tasa de política monetaria para este 2021, llegando a un 1,5% para el cierre de año.

Visión mensual de inversiones agosto 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

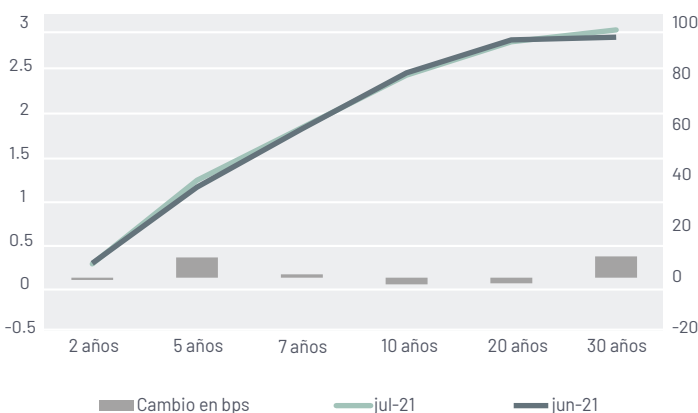
- Dentro de renta fija local contamos con un corto en duración debido a que vemos muchas presiones al alza en el corto plazo por sobre oferta de papeles en un contexto de salidas de flujos en el mercado. Con respecto a corporativos, mantenemos una posición leve larga en papeles donde vemos mayor devengo y una posible compresión del spread producto de mejores perspectivas económicas. Finalmente, mantenemos una alta convicción en papeles emitidos en tasa real debido a expectativas de inflación más bajas de lo esperado.

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	UW
Curva	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

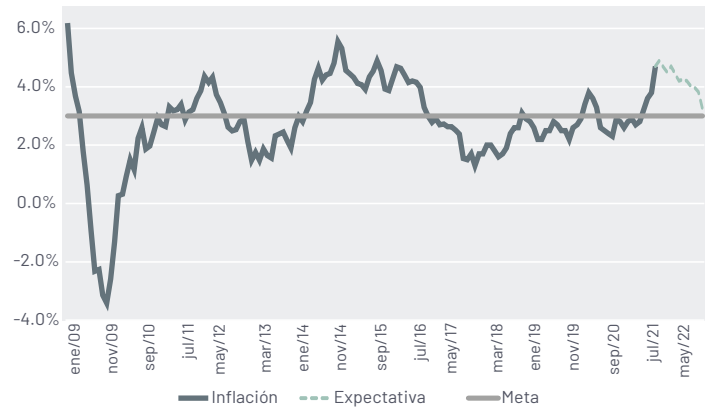
TASAS REALES

- El IPC de junio tuvo una variación positiva de 0,1%, ubicando la lectura en doce meses en un 3,8%, lo cual fue bajo lo esperado por el mercado. Esto, sumado a los flujos negativos en el mercado, generó un alza en la parte corta y media de la curva en promedio de 20 puntos base. La parte más larga de la curva presentó una caída de 5 puntos base.

Curva Real



Expectativas de inflación



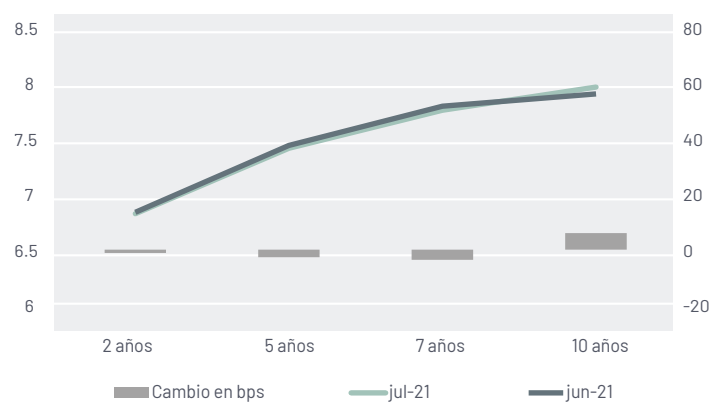
SPREAD CORPORATIVOS

- Los spreads bancarios AAA, se encontraban en niveles de 80 puntos base. Sin embargo, han subido en niveles similares a la tasa base ante constantes flujos de salida de los mercados de renta fija. Los papeles corporativos AA y A siguen castigados con un spread cercano a los 130 y 200 puntos base en promedio, los cuales también se han visto influenciados por el comportamiento de la base.

TASAS NOMINALES

- En tasas nominales también vimos alzas en la parte corta, luego de que el Banco Central subiera la Tasa de Política Monetaria tras haber llegado a su mínimo técnico al inicio de la pandemia. A lo anterior, se sumaron flujos que continúan negativos en el mercado generando un alza promedio de 20 puntos base en la parte corta y media de la curva.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones agosto 2021

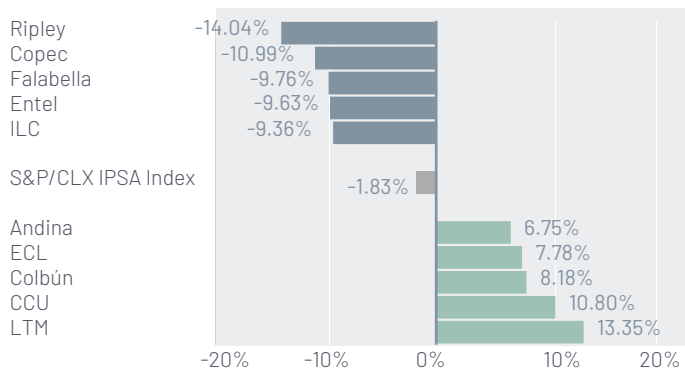


Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

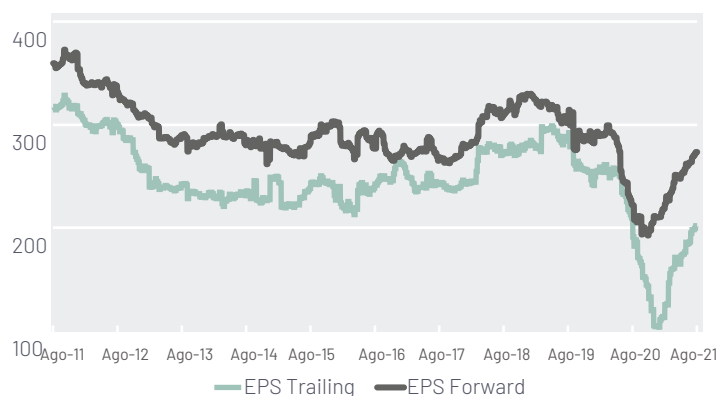
- Durante el mes de julio, la bolsa chilena se contagió del pesimismo que vivieron los mercados latinoamericanos, cerrando con un retroceso de 1,8%. Detrás de este desempeño se encuentran factores tanto locales como externos. Desde el punto de vista local, parlamentarios iniciaron conversaciones para impulsar el cuarto retiro de fondos previsionales, lo que no solo tiene un impacto directo por flujos de salida, sino que pone en riesgo la estabilidad fiscal del país en el largo plazo. Desde el punto de vista externo, la proclamación de Pedro Castillo en Perú también tiene un impacto en la bolsa local, ya que varias empresas nacionales tienen operaciones en el país vecino. Dentro de los sectores de peor desempeño encontramos al Retail y Energía, mientras que Consumo Básico y Materiales fueron los únicos que cerraron el mes con retornos positivos.

Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	OW	OW
Energía	N	N
Financiero	UW	UW
Industrial	OW	OW
Real Estate	N	N
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
TI	N	N
Utilities	UW	UW

EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- El IPSA se ha visto afectado con volatilidad durante el año con rendimientos en torno a un +0,8% YTD dado las mejores perspectivas macroeconómico y sanitarias de la crisis ante la masiva vacunación del país, pero con un escenario de incertidumbre política. Dentro de los sectores con mayor volatilidad destaca el sector Forestal, que ha tenido una rentabilidad promedio en torno a un -13% YTD, con CMPC -15,0% y Copec con un -12,0%. La volatilidad vista en el sector viene dada con la fuerte caída que han tenido las fibras los últimos tres meses después de un ciclo alcista desde finales de 2020 hasta junio. En China las fibras han tenido una fuerte caída después de la recuperación a inicios de año por una demanda más débil. Sin embargo, el mercado sigue promediando YTD alzas de +27% en ambas fibras. En cuanto a Europa, la recuperación en ambas

fibras ha sido con retraso al mercado chino por lo que deberíamos ver caída en los precios los próximos meses. Con la reciente caída, los fundamentos para el sector se han comenzado a ver menos favorables, principalmente debido al debilitamiento de la demanda después del fuerte abastecimiento durante comienzo de año. Se espera que la demanda en mercados europeos y de América del Norte se siga debilitando y pueda gatillar más envíos al mercado chino. Finalmente, vemos un balance de oferta y demanda sano para este año sin grandes adiciones de capacidad con el atraso de MAPA para finales de 2021 y una nueva adición en 2022 con el proyecto Paso Los Toros en Uruguay de UPM. No obstante, el escenario descrito anteriormente de mayor competitividad de productores relevantes como los latinoamericanos y niveles de precio en torno a los 700 USD/ton que se proyectan para este año pueden ser precios de incentivo para anuncios de nuevas capacidades en la industria.

Visión mensual de inversiones agosto 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- A pesar de que el ritmo de crecimiento en la economía global ha perdido tracción, EE. UU. mantiene su tendencia de recuperación. Este hecho cobra relevancia para la economía local debido a que la interacción comercial entre ambos países, dan sustento a las expectativas para México. La economía mexicana reportó un crecimiento en el 2T21 de 1,5% respecto al trimestre anterior, o 19,6% a/a. En este sentido, analistas privados encuestados por Banxico estiman un crecimiento del PIB en 2021 de 6,10%. Esta cifra se alinea con el pronóstico que tiene actualmente la secretaría de Hacienda y Crédito Público de 6%, misma que recientemente ajustó desde un 6,5%, y que se encuentra soportada principalmente en la demanda externa y la entrada de remesas al país.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- Con los niveles actuales de inflación y a pesar de que el tipo de cambio se ha mantenido estable, se espera que Banxico continuará incrementando su tasa de política monetaria. Al respecto, la más reciente encuesta realizada por Banxico arroja que especialistas privados pronostican que la tasa de fondeo alcanzará 5%, de la mano de niveles de inflación en 6%, al cierre de 2021. Este hecho mantendrá una dinámica de aplanamiento en las curvas locales y vulnerabilidad en los nodos cortos, tanto de bonos reales como nominales.

TASAS DE INTERÉS

- Durante julio, los bonos de tesoro americano reportaron descensos generalizados. Esta dinámica no fue replicada del todo por las curvas locales. Si bien, los riesgos potenciales que pudieran explicar las alzas no se han materializado, los niveles actuales de inflación dan la pauta a que el banco central local continúe incrementando la tasa de política monetaria y ello resulta en cierta cautela por parte de inversionistas. Durante este periodo, la curva nominal solo reportó descensos en la parte media de la curva de hasta 10 puntos base en el referente de 10 años. Por el lado contrario, la curva de bonos reales solo registró incrementos en sus nodos de más corto plazo, de hasta 48 básicos.

INFLACIÓN

- La inflación durante julio reportó un incremento de 0,59%, cifra por encima de lo estimado, que se ubicó en 5,81% en términos anuales. Dentro del índice general, el factor subyacente subió 0,48%, donde a su vez las mercancías y los servicios se incrementaron 0,58% y 0,36% respectivamente. Por otro lado, el factor no subyacente reportó 0,93% de avance, donde agropecuarios y energéticos subieron 0,74% y 1,07%. Este dato sigue muy por encima del rango objetivo de Banxico y pone presión a la Junta de Gobierno para incrementar la tasa de referencia en agosto.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante el año, el DXY, que monitorea la fortaleza del dólar frente a otras monedas duras, ha reportado un retroceso de poco más de 4%. Si bien, la fortaleza de la economía norteamericana podría traducirse en apreciación para su divisa, la liquidez que ha resultado de políticas monetarias ultra expansivas ha limitado esta dinámica. Desde la perspectiva local, el peso mexicano se ha apreciado al cierre de julio 0,24% frente al dólar (\$19,87) y se estima alcanzará los 20,38 MXN/USD a cierre de 2021, es decir, una posible depreciación de ~2.5% en lo que resta del año frente a los niveles actuales.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- A pesar de que el ritmo de crecimiento económico global observado con anterioridad parece haberse ralentizado en ciertas regiones, se espera que EE. UU., crezca cerca de 7% este año. Este hecho ha dado soporte al pronóstico acerca de que la economía mexicana alcanzará un 6,3% de PIB en 2021, según datos del FMI; mientras tanto, economistas encuestados por Banxico, así como la propia SHCP, pronostican 6%. En línea con estas cifras, la inflación podría alcanzar 6%, y, en consecuencia, el banco central local estaría elevando su tasa de política monetaria a 5%. Finalmente, la expectativa sobre la paridad peso/dólar apenas mostró cambio a 20,38 MXN/USD.

Visión mensual de inversiones agosto 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

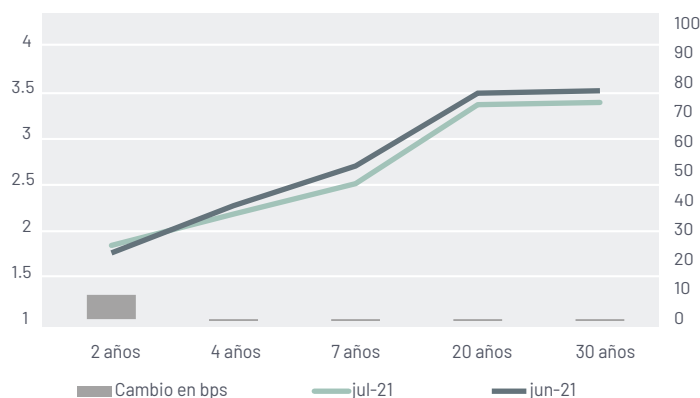
- Durante julio, el mercado de renta fija local de alguna manera se vio influenciado por factores externos. China muestra signos de desaceleración, a la vez que flexibiliza ciertas políticas y hace atractivos sus bonos. Por otro lado, los bonos del tesoro reportaron descensos generalizados. Sin embargo, en lo local, la dinámica alcista de la inflación podría justificar más incrementos por parte de Banxico. En este sentido, la parte corta de la curva real reportó subidas, a la vez que los nodos medios de los bonos de tasa nominal descendieron. En términos generales, la evolución de las decisiones de política monetaria podría seguir presionando los instrumentos de corto plazo.

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	N	N
Curva	N	OW Flattenar
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	N

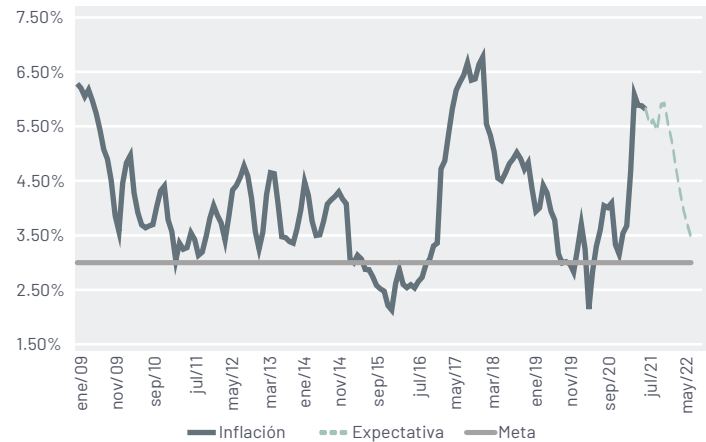
TASAS REALES

- La curva local de bonos ligados a inflación reportó en julio un fuerte incremento en su parte más corta. Si bien el carry de inflación permanece junto con niveles de precios por encima del límite superior del rango óptimo para Banxico, este se ve disminuido con los posibles incrementos por parte del banco central en su tasa de política monetaria que actualmente se encuentra en 4,25%. Ante este escenario, el nodo más corto con vencimiento cercano a un año subió 48 puntos base durante este periodo. A partir del vencimiento del año 2025 en adelante, esta curva registró disminuciones que promediaron 12 básicos.

Curva Real



Expectativas de inflación



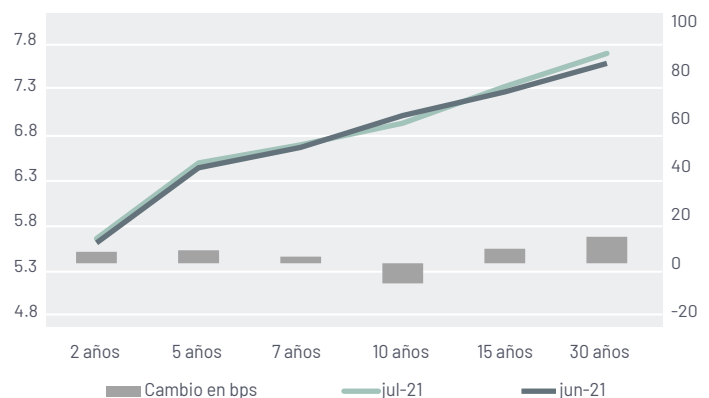
SPREAD CORPORATIVOS

- En el mes que terminó, el monto emitido alcanzó \$5.793 millones, cifra 30 % menor que el mismo periodo del año anterior. Sin lugar a dudas, el evento que más sobresalió en este periodo fue la degradación de calificación por parte de Moody's a PEMEX. Por otro lado, se espera que en agosto la dinámica de emisiones primarias también sea bajo, donde Fonacot y Betterware de México se tienen contempladas por un monto aproximado a los \$2.700 millones. En términos de spreads, se han observado contracciones en emisiones globales de bancos, consumo, agricultura; en sentido contrario del sector industria química y energía (PEMEX).

TASAS NOMINALES

- Durante julio, la curva de bonos nominales reportó movimientos mixtos con sesgo de alzas. Como se esperaba, la parte corta sigue siendo presionada por niveles altos de inflación que resultarían en más incrementos de tasa por parte de Banxico, donde se contemplan tres subidas en lo que resta del año. Por otro lado, la única zona de la curva que reportó descensos es la del referente de 10 años, que retrocedió 10 puntos básicos. Aunque parece que el mercado anticipó fuertemente la recuperación económica, que se ha observado en el alza generalizada de tasas, no se descarta que esto continúe de manera más moderada.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones agosto 2021



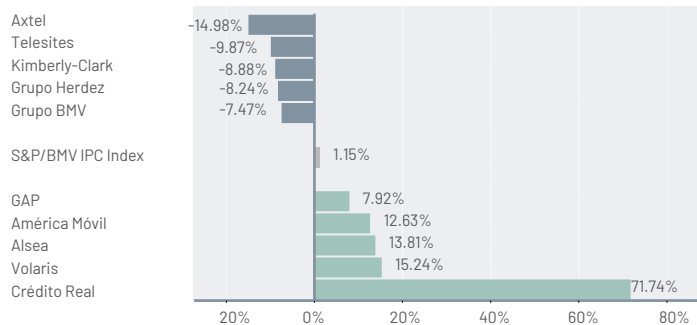
Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en Latam. Si bien el índice está aún transando por valorizaciones en línea respecto a su historia, creemos que podría seguir siendo un mayor beneficiario de flujos en EM y particularmente en nuestra región, toda vez que el resto de los países viene siendo afectados por eventos políticos importantes (Brasil y Colombia tienen elecciones en 2022, Chile sigue preparando su Asamblea Constituyente y Perú parece ir en la misma línea).

Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo Básico	UW	UW
Consumo Discrecional	N	N
Financiero	UW	UW
Industrial	OW	OW
Real Estate	OW	OW
Telecomunicaciones	UW	UW
Materiales	OW	OW
Utilities	UW	UW

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- En julio, el índice local rentó 1,2% explicado por los sectores consumo discrecional y telecomunicaciones. Los resultados se explican por una buena temporada de reportes trimestrales, en los que consumo discrecional mostró una sorpresa de 17% y 136% en ingresos y utilidades, mientras que Telecomunicaciones reportó 3% y 86% por sobre lo esperado en ambas métricas. Los principales nombres al alza fueron: Alsea (+13,8%), América Móvil (+11,2%) y Liverpool (+6%). A nivel de todo el índice, las sorpresas en ingresos y utilidades fueron de 4% y 24%, respectivamente. Dicho esto, la bolsa de México ha

subido 16,2% en el año y creemos que a medida que los analistas ajusten al alza sus estimados para este año y 2022 continuaremos viendo una tendencia alcista, aunque a un ritmo más moderado.

Visión mensual de inversiones agosto 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En mayo, la economía peruana presentó un crecimiento de 47,8% con respecto al mismo mes del año anterior, cifra que estuvo muy por encima del 42,5% esperado por el mercado. La impresionante cifra está influenciada por efectos de base debido a los confinamientos del año pasado. Según informa el INEI, la mayoría de los sectores productivos presentaron una recuperación donde los sectores de comercio, manufactura, minería, construcción y transporte explican el 75% del incremento. A su vez, los sectores con la mayor recuperación fueron hotelería y restaurantes (480,47%) y comercio (104,57%), en línea con las dinámicas de la crisis pandémica.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- El directorio de BCRP decidió mantener la tasa de referencia en 0,25% en su reunión de julio. La decisión se sostiene en que si bien hubo un incremento de la inflación durante el mes de junio por factores de oferta, este fue acotado y los indicadores tendenciales de inflación se encuentran en la parte baja del rango meta, situación que se repetiría para el año 2022 debido a que la actividad se mantendrá por debajo de su nivel potencial. El Directorio recomienda mantener una postura expansiva durante un período prolongado mientras persistan los efectos negativos de la pandemia.

TASAS DE INTERÉS

- La curva soberana aumentó en promedio 81 puntos básicos en julio. Incremento guiado principalmente por los resultados de las elecciones dando como ganador a Pedro Castillo, junto con el discurso del 28 de julio que no logró generar tranquilidad sobre la senda económica que tomará el país. Asimismo, el primer gabinete ministerial se alejó de la moderación y causó muchas críticas por su poco nivel profesional e independiente. El spread del soberano peruano en soles y del gobierno de EE.UU. a 10 años aumentó a 496 puntos base, con 197 puntos base por encima del promedio de los últimos dos años.

INFLACIÓN

- En julio, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana presentó una variación de 1,01% con respecto al mes anterior, con esto, el indicador acumula un alza de 3,18% en los primeros siete meses del año y un 3,81% en doce meses. Las principales alzas se dieron en Alquiler de Vivienda, Combustible y Electricidad (2,37%), en Alimentos y Bebidas (1,51%) y en Transportes y Comunicaciones (0,92%).

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Como ha sido la tónica de los últimos meses, el tipo de cambio en Perú se depreció un 5,24%, lo que llevó al sol peruano a tocar un mínimo histórico. Gran parte del alza del dólar estuvo explicada por la investidura de Pedro Castillo como presidente del Perú. Castillo llegó a la presidencia con una serie de propuestas radicales, y si bien moderó su discurso de cara a la segunda vuelta, los peruanos han buscado refugio en activos internacionales presionando a la baja a la moneda local. El accidentado nombramiento de su gabinete revivió los temores de un gobierno maximalista, dando un impulso adicional a la divisa extranjera.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Según informa el BCRP, las expectativas de inflación a 12 meses se sitúan en un 3,03%. Estas expectativas han ido al alza en meses recientes explicadas por una disrupción en las cadenas de suministro conforme la economía se vuelve a poner en marcha y una fuerte depreciación del sol. En cuanto al crecimiento, Julio Velarde, presidente del Banco Central de Perú, indicó que espera un crecimiento de la economía peruana de un 10,5% para este 2021, mientras que la Cepal proyecta una expansión levemente inferior de 9,5%.

Visión mensual de inversiones agosto 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

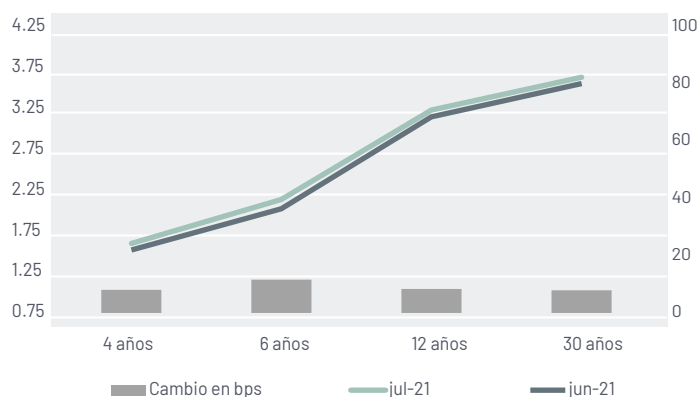
- Nos posicionamos cortos en duración debido a la poca claridad sobre el camino que seguirá el Gobierno de Pedro Castillo junto con la alta inflación del último mes, que haría que el BCR pueda subir su tasa de referencia. Esperamos una depreciación a lo largo de la curva soberana, principalmente por el ruido político que puede venir en el corto plazo, ya que en términos fundamentales nos encontramos relativamente bien.

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	UW
Curva	UW	UW
Corporativos	UW	UW
Real vs. Nominal	OW	OW

TASAS REALES

- En julio, la tasa de referencia del Banco Central del Perú se mantuvo en 0,25%, mientras que las expectativas de inflación a 12 meses continúan incrementándose y esperamos que se mantengan elevadas conforme continúen los efectos transitorios generados por el alza del tipo de cambio y de los commodities.

Curva Real



Expectativas de inflación



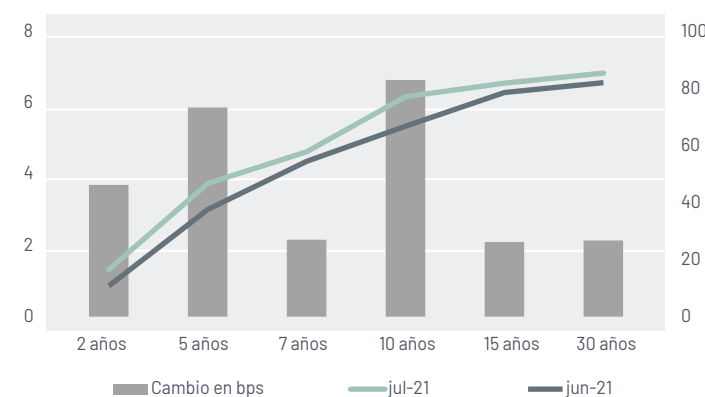
SPREAD CORPORATIVOS

- En julio no hubo movimientos significativos en los spreads en los corporativos AAA en promedio. Por el lado de los bonos AA, los cuales fueron los más negociados, hubo una disminución de los spreads en 44 puntos básicos en promedio. Estos spreads más apretados confirman nuestro posicionamiento *underweight* en bonos corporativos locales, el cual está guiado principalmente por el riesgo político del país.

TASAS NOMINALES

- Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 0,76%, menor en 12 puntos base respecto del mes anterior.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones agosto 2021



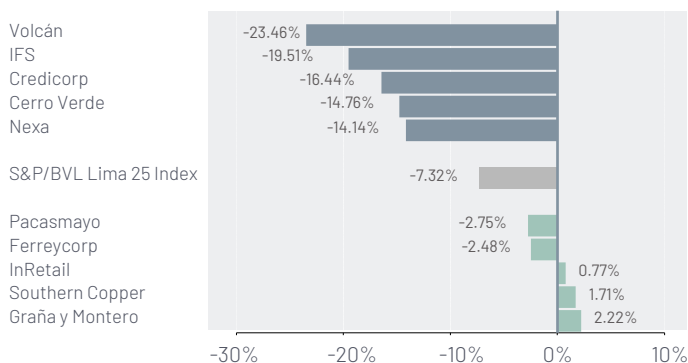
Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

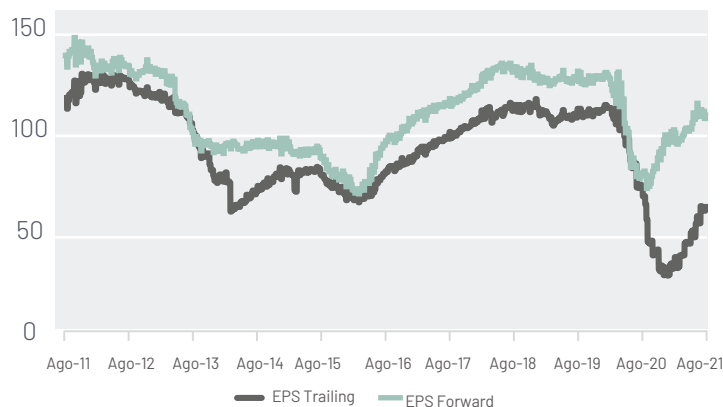
- En el mes de julio, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima se contrajo 7,3% tras el cambio de Gobierno golpeando principalmente los nombres más ilíquidos. Las acciones mineras rindieron 1,2% en el mes, con clara diferencia entre papeles 100% Perú (Buenaventura -8,88%) y papeles con exposición al extranjero y al cobre (Southern Copper +1,71%). Construcción disminuyó en 3,8%, con Aenza subiendo 2,2% ante la OPA en curso, pero Unacem y Ferreycorp retrocediendo 7,5% y 2,5% por mayor percepción de riesgo macroeconómico. El sector consumo disminuyó en 1,9%, con Inretail rindiendo 0,8% pero Alicorp cayendo 11,9%. Utilities se contrajo 2,7% y se encuentra como uno de los sectores más atractivos en valorización. Los papeles financieros retrocedieron 11,8%, rompiendo los niveles mínimos vistos desde el inicio de la pandemia.

Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	N	N
Financiero	N	N
Industrial	UW	UW
Real Estate	OW	OW
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	UW	UW
Utilities	OW	OW

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- El mercado reaccionó negativamente al nuevo gabinete, conformado mayormente por miembros conservadores de Perú Libre. La excepción fue Pedro Francke, ministro de Economía, que tiene el perfil más moderado. El discurso inaugural de Pedro Castillo estuvo en línea con lo anunciado previamente: priorización de educación y salud; participación comercial del Banco de la Nación en el sector financiero y programas de acceso al crédito; incremento de impuestos a mineras a través de combinaciones de regalías e IR; impulso de proyectos de infraestructura a gran escala (puntualmente dos trenes que

recorran el largo del país); renegociación del esquema de explotación de Camisea priorizando el consumo residencial; y un claro mensaje de reducción de tarifas de luz y gas. Días después, Pedro Francke anunció que se reinstaurará la regla fiscal sobre endeudamiento suspendida durante la pandemia y se respetará el límite de déficit fiscal propuesto por Waldo Mendoza, el ministro saliente; asimismo, declaró haber tenido primeras conversaciones favorables con Julio Velarde acerca de su permanencia en la Presidencia del Directorio del BCRP.

Visión mensual de inversiones agosto 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

A pesar del deterioro en la condición sanitaria que prevaleció durante la mayor parte del primer semestre, indicadores relacionados al consumo muestran un impacto muy limitado. Tanto las ventas en supermercados como en shopping centers señalan un avance respecto del primer trimestre, al igual que lo hicieron la importación de bienes, venta de automóviles nuevos y venta de gasolina. La confianza de los consumidores si bien tuvo una ligera retracción en junio, se encuentra en niveles superiores a los de un año atrás, ya sea en la comparación con igual mes del año anterior como en la de acumulados enero-junio. Por otro lado, el mercado laboral, tras meses de estancamiento, enseñó una recuperación en junio con una suba en el empleo y una caída en el desempleo a pesar de una mayor participación.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 6 de julio 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%. Asimismo, señaló que en la medida que se consoliden la recuperación económica mostrada por los indicadores de avance, se estará en condiciones de avanzar en un proceso gradual de incrementos en la tasa de política monetaria durante la segunda mitad del año.

TASAS DE INTERÉS

- Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +16 y -22 puntos base durante el mes de julio, observándose ligeros aumentos tanto en el tramo corto como en los plazos más largos. Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron caídas en el tramo corto y ligeros aumentos en los plazos más largos, lo que caracteriza un empinamiento. Las variaciones de dichas tasas en el último mes oscilaron entre +10 y -20 puntos base. Por último, las tasas de interés en dólares americanos presentaron aumentos en el tramo corto y caídas en los plazos largos mientras que los bonos del tesoro de los EE. UU. presentaron caídas a partir de los plazos mayores a un año, aumentando la prima de riesgo país.

INFLACIÓN

- El índice de precios al consumidor aumentó 0,52% durante julio explicado por aumentos en el precio de aceites y grasas (+1,69%), transporte (+1,15%), recreación y cultura (+1,12%) y bienes y servicios diversos (+1,38%). Este registro se ubicó por debajo de las expectativas reveladas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,64%) y la variación de los últimos doce meses se mantuvo en 7,3% situándose nuevamente por fuera del rango meta (entre 3% y 7%). Al igual que el mes anterior, el aumento de la inflación se explica principalmente por los ajustes al alza en el precio de combustibles y aumento en los precios no transables.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El dólar en Uruguay avanzó 0,29% en la medición punta a punta respecto de junio, y con ello acumula en lo que va del año un aumento de +3,22% y de +3,13% en los últimos 12 meses. Esta ligera suba del dólar a nivel local se dio en un marco internacional de mayor incertidumbre ya sea por el posible endurecimiento de las condiciones financieras como por una mayor propagación del virus a partir de nuevas variantes más contagiosas. Ambas situaciones apuntan a un debilitamiento de las monedas emergentes, ya sea por vía de un encarecimiento en el financiamiento como por un mayor deterioro relativo en materia de actividad que impulse flujos de salida de estas regiones. Sin embargo, un primer análisis en torno a la variante delta, señala un enteltecimiento en la recuperación y no así un retroceso.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La expectativa de crecimiento del PBI para 2021 disminuyó de 2,65% a 2,60% mientras que la de 2022 aumentó de 2,89% a 3,0% según la mediana de la encuesta de expectativas del BCU. Por otra parte, las expectativas de inflación se mantienen tanto para 2021 como para 2022 en 7,1% y 6,7% respectivamente. El BCU mantuvo su proyección de crecimiento de la economía en 3,5% para este año. Sin embargo, elevó su estimación de inflación para este año a 7% debido al ajuste al alza en el precio de los combustibles y los commodities.

Visión mensual de inversiones agosto 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

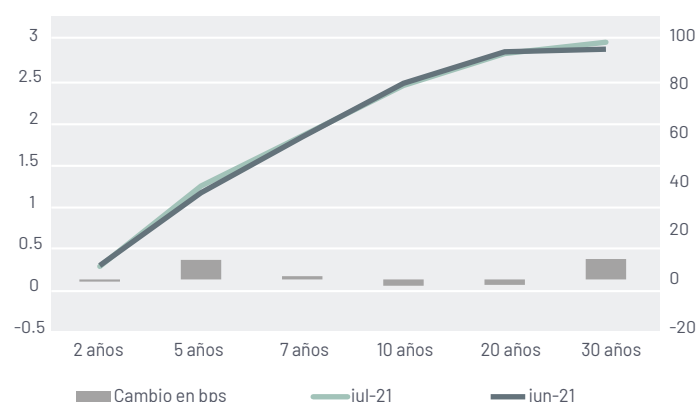
- La rápida propagación de la variante delta a nivel global implicó una pausa en el apetito por riesgo de los agentes, donde los mercados emergentes parecen ser una vez más los más vulnerables en función del relativo menor despliegue de la vacunación. La renta fija local, sin embargo, supo sobrellevar este escenario de mayor incertidumbre con estabilidad en las curvas en moneda local, a partir de una situación sanitaria mucho más controlada gracias al fuerte avance en la vacunación y las mejores perspectivas que genera la incorporación de un plan de refuerzo a implementarse de forma casi inmediata, lo cual resalta en la comparación internacional. No obstante, nuestro posicionamiento se mantiene cauto en virtud de una situación a nivel regional débil que pueda arrastrar a los activos locales

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	N	N
Curva	OW	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	UW	UW

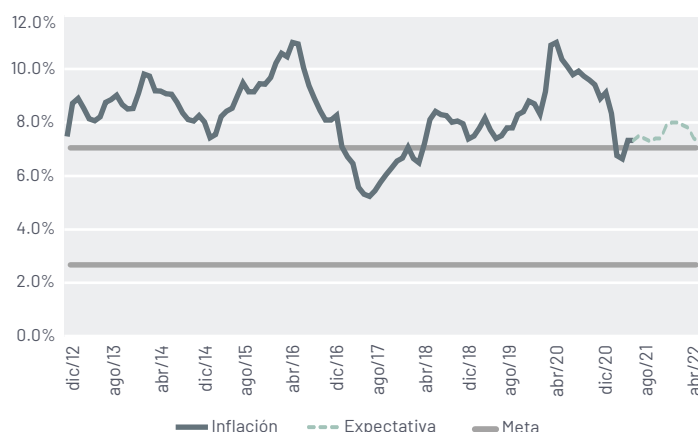
TASAS REALES

- Las tasas reales de mediano y largo plazo permanecieron estables también en julio, no obstante, las tasas de corto plazo experimentaron una leve caída. La escasa oferta de instrumentos de corto plazo quedó en evidencia cuando la expectativa de los agentes se fue inclinando hacia una dinámica de precios más acelerada, producto de ajustes en el precio de los combustibles y de servicios que retomaron sus actividades luego de verse severamente afectados por la pandemia. El dato de inflación de julio, sin embargo, mostró que estas presiones no fueron lo suficientemente importantes como para acelerar la inflación aún. Por otra parte, el calendario de emisiones domésticas del Ministerio de Economía, si bien incorporó algo de tasa nominal, el grueso del financiamiento siguió estando en tasa real.

Curva Real



Expectativas de inflación



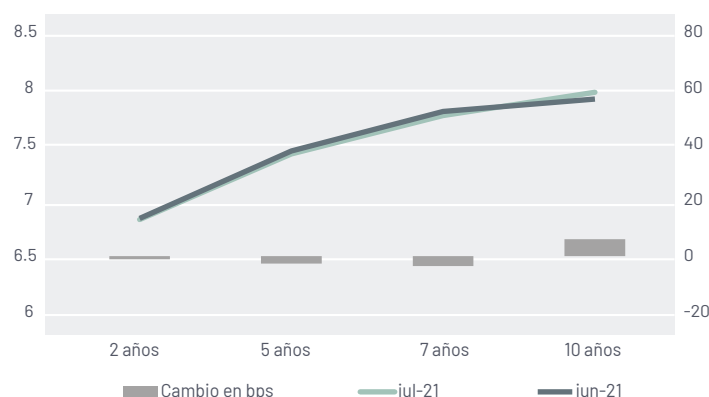
SPREAD CORPORATIVOS

- Los spreads corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local tendieron a ampliarse en el mes de julio. Las obligaciones negociables de Zonamerica y los títulos de deuda de Corporación Vial aumentaron sus spreads en 17 y 21 puntos base respectivamente, en línea con el aumento de los spreads soberanos de Uruguay. Las obligaciones negociables de La Tahona, sin embargo, exhibieron un aumento bastante más pronunciado de 63 puntos base, quedando con un rendimiento al vencimiento de 3,16%, permaneciendo su precio sin cambios luego de una amortización del 20% del capital.

TASAS NOMINALES

- En julio, las tasas nominales experimentaron muy ligeros cambios, manteniéndose el nivel promedio de tasas en una situación similar al cierre del mes previo. En un mes marcado por abultados vencimientos de letras de regulación monetaria al igual que junio, la demanda de los inversores en general se mantuvo, quizás con algo más de preferencia por plazos de seis meses y un año, donde la autoridad monetaria respondió incluso convalidando ligeros aumentos. Los plazos más cortos igualmente tuvieron un mercado secundario muy concurrido destacando particularmente el volumen operado con vencimiento en agosto. Por otra parte, el Banco Central, con el fin de contribuir a la desdolarización y potenciar los mercados en pesos, emitió una letra a dos años la cual será reabierta a fines de agosto.

Curva Nominal



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.