

Visión mensual de inversiones noviembre 2021

Mantenemos la preferencia por renta variable, pero con una menor convicción, a la espera de nuevas oportunidades

Resumen estrategia

- En línea con nuestros modelos cuantitativos, mantenemos una visión positiva en renta variable. Sin embargo, disminuimos la convicción. El escenario sigue siendo positivo para los activos de riesgo, pero mantenemos la neutralidad en parte importante de las regiones ante falta de catalizadores positivos que justifiquen tomar posiciones. Mantenemos el monitoreo para volver a aumentar la convicción en caso de que aparezcan oportunidades. En tanto, utilizamos la renta fija como financiador adoptando un posicionamiento menos negativo. Pese a que la visión sigue siendo poco constructiva, consideramos que las tasas de interés siguen enfrentando presiones al alza, vinculadas a una economía más saludable, mayores expectativas de inflación y el inicio de la normalización monetaria. En oro mantenemos una posición de neutralidad que en la práctica se traduce en no tener posiciones en nuestros portafolios. Esto responde a la alta correlación negativa que presenta el metal precioso con las tasas de interés reales, las cuales presentan presiones al alza dado el sesgo menos acomodativo que han adoptado grandes bancos centrales y, en particular, la Reserva Federal.
- Dentro de renta variable, mantenemos una preferencia por mercados desarrollados, aunque con una menor convicción que en meses anteriores. De cara a noviembre, decidimos cerrar la posición en Eurozona y en Japón. Por un lado, la comunidad del euro se enfrenta a una serie de riesgos de corto plazo que podrían impactar a sus activos de riesgo, estos son la crisis energética y el coronavirus. Por otro lado, en el país nipón, consideramos que los atributos positivos que nos hicieron tomar la posición –aumento en la población vacunada y un eventual estímulo fiscal por parte del nuevo primer ministro– ya estarían internalizados en los precios, por lo que la mayoría de los riesgos son a la baja. En emergentes adoptamos una visión neutral, cerrando el corto en Latinoamérica, si bien mantenemos una visión cualitativa poco constructiva de la región debido a los constantes ruidos políticos, nuestros modelos cuantitativos favorecen a los mercados latinoamericanos, lo que justifica la neutralidad.
- Utilizamos la renta fija como financiador, pasando de un doble subponderar a un subponderar. De todas formas, mantenemos una visión poco constructiva para la categoría debido a las presiones al alza que enfrentan las tasas de interés. El cambio lo realizamos a través de Bonos del Tesoro que han experimentado una importante alza en sus rendimientos en las últimas semanas. En cuanto a High Yield, mantenemos una visión positiva, ya que la categoría se ve beneficiada de un mayor dinamismo y precio del petróleo, lo que se suma a su atributo de tener la capacidad de absorber alzas en la tasa base a través de la compresión del spread. En Investment Grade, Deuda Emergente en Moneda Local y Dura mantenemos la neutralidad.

Recomendación

- Menor preferencia
 = Neutral
 + Mayor preferencia

VISIÓN GLOBAL	OCTUBRE	NOVIEMBRE
TOTAL RENTA FIJA	- -	-
Deuda Emergente USD	=	=
Deuda Emergente Local	=	=
High Yield	+	+
Investment Grade	=	=
Tesoro Americano	- -	- -
TOTAL RENTA VARIABLE	+ +	+
Renta Variable Emergente	-	=
Asia Emergente	=	=
Latinoamérica	-	=
Europa Emergente	=	=
Renta Variable Desarrollada	+ +	+
Estados Unidos	+	+
Europa Desarrollada	+	=
Reino Unido	=	=
Asia Desarrollada	+	=
COMMODITIES	=	=
Oro	=	=

VISIÓN LATINOAMÉRICA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Chile	=	=
Perú	-	-
México	+	+
Brasil	-	-
Colombia	+	+

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



↑
14,55%

Intentos de Castillo de dar más gobernabilidad en Perú descomprimen el mercado

↓
-8,19%

Estabilidad del gasto en Brasil vuelve a preocupar al mercado

Visión mensual de inversiones noviembre 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En septiembre la economía local volvió a sorprender a los analistas creciendo un 15,6% con respecto al mismo mes del año anterior versus la expectativa que se situaba en un 12,3%. La serie desestacionalizada con respecto al mes anterior avanzó un 1,7%. La actividad se ha visto influenciada por la gran cantidad de liquidez que circula en la economía proveniente de los retiros de fondos previsionales y transferencias estatales. La principal contribución vino del sector de servicios con una expansión de 19%, y el comercio con 20,3%. Por otro lado, la minería se contrajo un 6,7%. El banco central espera una expansión de la economía entre 10,5% y 11,5% para este año: es probable que dadas las sorpresas positivas que hemos visto el número final se ubique en la parte alta del rango.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su última reunión de Política Monetaria en el mes de octubre, el consejo subió la tasa de política monetaria 125 pb a un 1,75%, y se espera suba nuevamente en la reunión de fin de año de diciembre, llegando a cerca de 3,75% a cierre de 2021. Sobre la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de septiembre que la situación actual dejaría la inflación para cierre de 2021 en 5,7% y para 2022 en 3,5%, lo cual esperamos corrija al alza en el IPoM del mes siguiente. Finalmente, las estimaciones de crecimiento para 2021 que estaban entre 10,5% a 11,5%, se acercarían al extremo alto del rango dado los últimos IMACEC al alza.

TASAS DE INTERÉS

- Durante el mes de octubre vimos en promedio un alza en las tasas de interés, las cuales sufrieron una subida muy brusca de cerca de 80-90 puntos base la primera quincena para luego devolver en promedio 30-40 puntos base la segunda mitad del mes, generando finalmente alzas en todos los plazos de la curva tanto en pesos como en UF. Lo anterior, producto de la importante volatilidad del mercado local en medio de un panorama de incertidumbre política con la votación del cuarto retiro y las elecciones parlamentarias y presidenciales, junto con la continua salida de flujos tanto de los fondos mutuos de renta fija como del fondo E de las AFP.

INFLACIÓN

- El Instituto Nacional de Estadísticas informó que en octubre los precios presentaron una variación de 1,3%, nuevamente muy por sobre las expectativas del mercado que se situaban en 0,9%. Con esto, la inflación acumula un 5,8% en lo que va del año y 6% en doce meses, nivel no visto desde el año 2009. Siete de las doce divisiones que componen el indicador presentaron incidencias positivas. Lo anterior le pone más presión al Banco Central de Chile a llevar su tasa de política monetaria más allá del nivel neutral. La economía se está sobrecalentando en un contexto histórico de liquidez asociada a los retiros de fondos previsionales e Ingreso Familiar de Emergencia. En su último IPoM el ente emisor proyectó una inflación de 5,7% para 2021. Sin embargo, es probable que eleve las proyecciones en el próximo informe.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante octubre el tipo de cambio se depreció nuevamente, con el dólar avanzando un 0,55%. Si bien es el sexto mes consecutivo donde el peso presenta un retroceso frente al dólar, este fue el de menor magnitud. Esto se fundamenta en el importante avance del precio del cobre de casi 7%, en la dificultad que ha enfrentado el cuarto retiro de fondos previsionales en su trámite en el Senado y el leve retroceso del dólar a nivel global. Hacia adelante la cotización de la divisa se verá influenciada por el resultado de las elecciones presidenciales y legislativas y al trámite del retiro en el Senado.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- En su último IPoM de septiembre, el Banco Central de Chile incrementó sus expectativas de inflación para el 2021 a 5,7% y para el 2022 a 3,5%. Dadas las últimas lecturas, esperamos que en el próximo informe vuelva a elevar la estimación. Por el lado de la Tasa de Política Monetaria, ya se han incrementado 225 puntos básicos en las últimas reuniones, llegando a un 2,75%. Se esperan nuevas alzas en las próximas reuniones para llegar a un 5% a mediados del 2022, muy por sobre la tasa neutral y con el objetivo de contener el sobrecalentamiento que experimenta la economía. Con respecto al crecimiento, el ente emisor espera que se ubique en el rango 10,5% - 11,5%.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

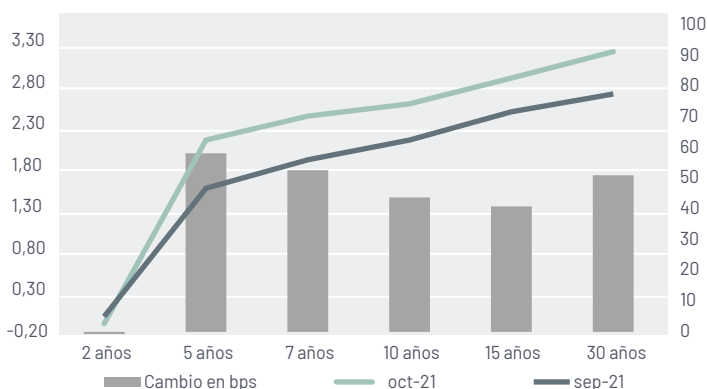
- Dentro de renta fija local nos mantenemos neutrales en duración. Por un lado, consideramos que los niveles de tasa actuales son atractivos y que la economía continúa por la senda de la recuperación de la mano de la reapertura. Por otro lado, nos enfrentamos a un escenario político de alta incertidumbre asociado a la tramitación de un nuevo retiro de fondos previsionales en el Senado y a las elecciones presidenciales y legislativas en un contexto de alta polarización. 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 que consideramos que las presiones inflacionarias continuarán.

ESTRATEGIA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Duración	N	N
Curva	OW	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

TASAS REALES

- En septiembre el IPC fue de 1,2% sobre lo esperado por el mercado (0,8%). Con ello, el acumulado en doce meses se ubicó en 5,3%. Dado lo anterior, la única parte de la curva que mostró una baja fue la más corta, bajó dos años. En las partes medias y largas vimos una fuerte subida en la primera mitad del mes, llegando a promediar 90 puntos base ante expectativas que un nuevo retiro de fondos de pensiones sería aprobado. Luego, en la medida en que la tramitación del proyecto se fue complicando en el Senado, las tasas de mercado retrocedieron en torno a 40 puntos base para cerrar el mes con un alza de 50 básicos en promedio.

Curva Real



Expectativas de inflación



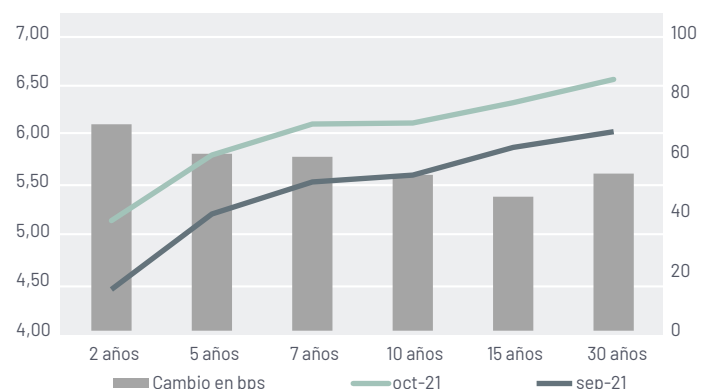
SPREAD CORPORATIVOS

- Los flujos hacia la renta fija siguieron en terreno negativo durante el mes, siguiendo la tónica de meses anteriores, donde los *spreads* tuvieron una muy leve alza, subiendo la tasa de los papeles prácticamente lo mismo que la subida en la tasa de gobierno, con esto vemos que los AAA están en niveles cercanos a 90 puntos. Los papeles corporativos AA y A siguen castigados, pero en niveles parecidos a meses anteriores con 140 puntos y 200 puntos en promedio, respectivamente.

TASAS NOMINALES

- En las tasas nominales vimos un comportamiento similar. Durante la primera mitad del mes subieron 80 puntos base en promedio para luego retroceder 30 puntos base, cerrando el mes con un incremento de 50 básicos en promedio. Por otro lado, los papeles de muy corto plazo (depósitos) han venido ajustando sus tasas al alza en línea con las continuas subidas de la Tasa de Política Monetaria por parte del banco central, generando un mayor devengo para este tipo de papeles.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones noviembre 2021

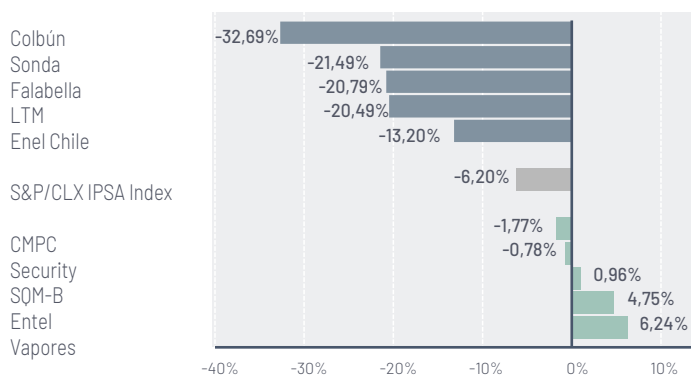


Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- Durante octubre la bolsa local experimentó un retroceso de un 6,2%. Al igual que el mes anterior, el desempeño del IPSA fue muy negativo. Pese a que la economía local está experimentando una importante expansión, que gran parte de la población objetivo cuenta con sus dos dosis y ya se está aplicando una dosis de refuerzo, los inversionistas siguen abandonando los activos locales en medio de un incierto escenario político. Dentro de los sectores de peor desempeño encontramos a IT, Retail y Utilities. Hacia adelante, el desempeño de la bolsa local estará ligado a la aprobación o rechazo del cuarto retiro de los fondos previsionales y al resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales y parlamentarias que se llevarán a cabo durante este mes.

Mejores/Peores desempeños del mes



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

EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- Inversionistas se mantienen cautos ante las inminentes elecciones presidenciales de noviembre. En efecto, la bolsa local mostró un negativo desempeño durante octubre (-6,2% en CLP, -6,8% en USD), registrando caída por segundo mes consecutivo. El mercado continúa expectante a la discusión del cuarto retiro de AFP y a los posibles resultados de las elecciones, donde las últimas semanas las encuestas han mostrado cambios en las preferencias. Por otro lado, la evolución de factores macroeconómicos y corporativos tampoco ha dado impulso a las acciones, donde la reciente alza de tasas ha impactado al sector construcción, y débiles

resultados corporativos esperados para el sector eléctrico, junto con alza en precios de combustibles, han impactado de manera desfavorable estos papeles. Con todo, ante la incertidumbre reinante debido a las elecciones, los inversionistas continuarán atentos a cómo será la segunda vuelta presidencial, por lo que no tomarían grandes apuestas dentro de la bolsa en el corto plazo. Mantenemos nuestra preferencia por papeles con escaso riesgo político y regulatorio, y con crecimiento esperado en utilidades. En esta línea, privilegiamos algunos papeles del sector consumo y bancario, principalmente.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Con datos preliminares, la actividad económica en México se contrajo 0,2% durante el 3T21 en comparación con el trimestre anterior. En comparativa anual, el crecimiento fue de 4,8%, cifra menor al 6% estimado por analistas. Con ello, especialistas privados encuestados por Banxico disminuyeron su expectativa sobre el crecimiento del PIB para 2021, cifra que esperan sea de 6%. Por otro lado, el FMI en su más reciente publicación, también ajustó a la baja su expectativa para la economía mexicana a 6,2%. La dinámica comercial con EE. UU., así como el ingreso de remesas a México provenientes de aquella economía, serán factores primordiales para alcanzar dicha recuperación que aún se mantendría por debajo de los niveles pandémica.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- Con la inflación en 6%, el consenso del mercado ha venido poniendo en precio al menos dos incrementos en su tasa de política monetaria, de 25 puntos base cada uno, por parte de Banxico en lo que resta del año. Estas alzas también estarían justificadas ante los incrementos que ya han realizado otros bancos centrales de economías emergentes, ya sea ante fuertes presiones inflacionarias o con el objetivo de prevenir un sobre calentamiento ante mejores expectativas de crecimiento económico. En este contexto, se pronostica que Banxico llevará su tasa a 5,25% a cierre de 2021.

TASAS DE INTERÉS

- La creciente inflación a nivel global mantiene presión sobre los bancos centrales de economías emergentes, así como en las curvas de bonos, principalmente en los nodos cortos que son más susceptibles a la política monetaria. En este sentido, luego de observarse una dinámica alcista en los bonos norteamericanos en octubre, la curva local de bonos nominales subió en promedio 49 puntos base entre sus nodos cortos. Esto, a su vez, comienza a poner en precio mayores ajustes por parte de Banxico para sus últimas dos reuniones del año. Por otro lado, y siendo más defensiva, la curva de instrumentos ligados a inflación reportó descensos en sus nodos más cortos y largos, a la vez que la parte media de la curva se incrementó.

INFLACIÓN

- En el mes de octubre se reportó una inflación de 0,84% respecto al mes anterior, que en términos anuales representa 6,24%. Si bien el factor subyacente continúa con la dinámica alcista registrada en el año y tuvo un incremento mensual de 0,49%, el componente no subyacente y más volátil, nuevamente es el que presionó en gran medida al índice general al incrementarse 1,87%. Dentro del primer rubro, los precios de mercancías se incrementaron 0,60% y 0,38%, respectivamente. Sin embargo, respecto al segundo, los precios de productos agropecuarios y los energéticos lo hicieron en 0,18% y 3,22%. Con lo anterior, especialistas encuestados por Banxico pronostican que el nivel general de precios será de 6,63% a cierre de año.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Si bien durante el último bimestre se ha observado apreciación del dólar frente a la canasta de otras monedas duras, las menores expectativas de crecimiento económico para EE. UU. podrían resultar en un movimiento de lateralidad en la moneda americana en el corto plazo. Este escenario irá evolucionando al paso del tiempo y de los pronunciamientos que la FED, ante presiones inflacionarias, pueda hacer sobre posibles ajustes en su política monetaria. En comparación con la moneda local, se pronostica que haya cierta depreciación en el peso mexicano de cara al cierre de año que, según analistas, se ubicaría en una paridad cercana al 20,40 MXN/USD, lo que representaría una depreciación de aproximadamente 2,5% en 2021.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Ante signos de desaceleración en ciertas regiones del mundo como resultado de los efectos del covid-19, las expectativas de crecimiento económico y otros indicadores se han venido ajustando, a la par que la presión inflacionaria merece especial atención. Para México se pronostica que la recuperación en términos del PIB sea del 6% este año y que alcanzará 4% en 2022. Esta dinámica, entre otros factores, también estaría acompañada de una mayor inflación (en torno al 6,6%) al cierre de este año que, según especialistas en la materia, descendería a 3,8% en 2022. Por su parte, Banxico hará incrementos al menos por 50 puntos base en lo que resta del año y potencialmente llevaría su Tasa de Fondeo a 6% al cierre del próximo año buscando que el índice general de precio regrese a niveles objetivo.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

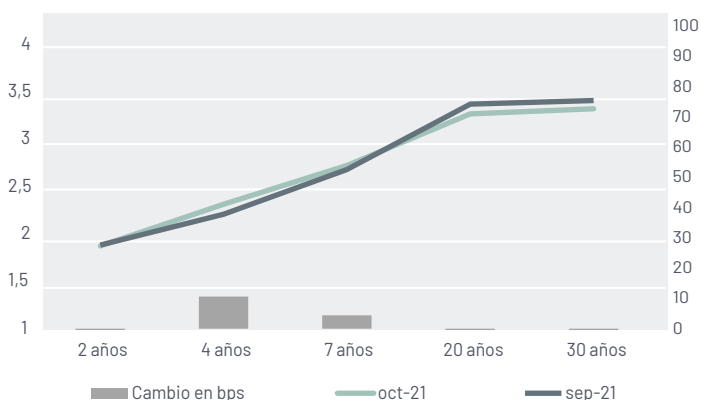
- Dado que aún se esperan movimientos al alza en los niveles actuales de las curvas, se opta por un posicionamiento ligeramente de subponderación en términos de duración. Respecto a la curva, se pasa de una expectativa de empinamiento a la neutralidad. Por otro lado, los instrumentos corporativos continúan siendo la mayor preferencia dentro de los activos de renta fija gracias al atractivo de las sobretasas que ofrecen frente a papeles gubernamentales. Por otro lado, actualmente se tiene una visión más constructiva en las tasas reales o ligadas a la inflación en comparación con las nominales. Finalmente, entre tasas locales en dólares y Bonos del Tesoro, el posicionamiento sigue siendo de neutralidad dada la alta correlación observada entre ambos.

ESTRATEGIA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Duración	N	N UW
Curva	OW (Flattener)	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	N	OW

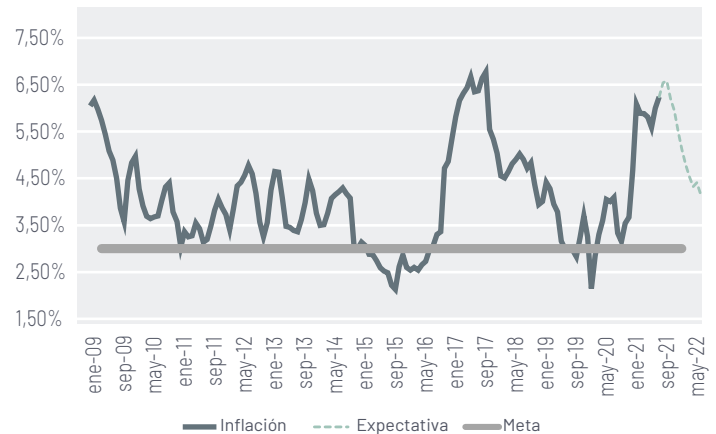
TASAS REALES

- Dentro del mercado local de renta fija, la curva de bonos ligados a inflación mostró movimientos mixtos. Por un lado, la parte más corta de esta descendió en promedio cinco puntos base. Sin embargo, los nodos medios se incrementaron en la misma magnitud. Finalmente, se reportaron descensos más pronunciados en los nodos de mayores vencimientos que en promedio alcanzaron 12 básicos. Cabe señalar que la creciente inflación sigue ofreciendo un atractivo adicional en los Udibonos frente a las tasas nominales.

Curva Real



Expectativas de inflación



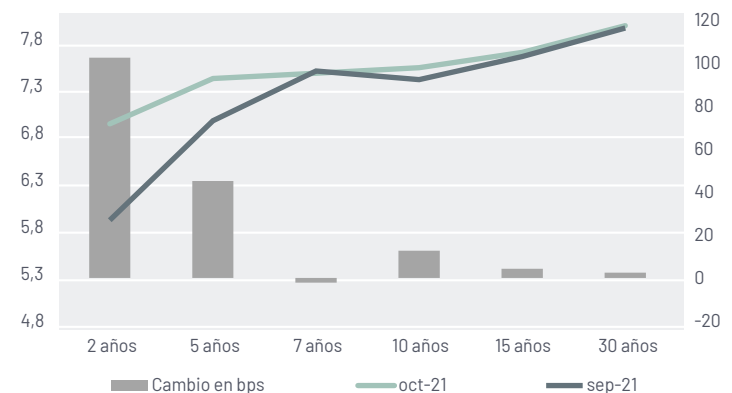
SPREAD CORPORATIVOS

- En octubre se superó la expectativa en el valor de las emisiones durante ese periodo. Las colocaciones primarias alcanzaron \$30.350 mdp, monto también superior al del mismo mes del año 2020. Durante noviembre se pronostican emisiones por un monto de \$11.400 mdp en diez colocaciones. Destaca que se mantiene preferencia por papeles quirografarios de alta calidad crediticia, y aún existe un balance entre emisiones a tasa fija y flotante. Referente a *spreads*, se han observado contracciones en papeles globales de FEMSA, locales de Banorte y BBVA. En sentido contrario, expansión en KOF y Banobras.

TASAS NOMINALES

- Durante octubre, la curva nominal mostró la misma dinámica que en general ha registrado en el año, es decir, alzas a lo largo de todos sus nodos. Durante este periodo la correlación entre la curva americana y las locales resultó en incrementos en promedio de 49 puntos base en los nodos con vencimientos hasta cinco años, mientras que la magnitud de los incrementos en el resto de la curva fue menor formando un aplanamiento de la curva.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones noviembre 2021

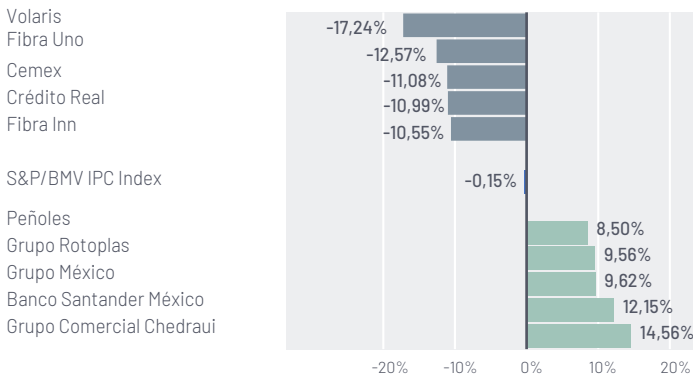


Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en LATAM (+17%). Pese al outperformance, la corrección de septiembre provee un punto de entrada atractivo para México, toda vez que la ratio P/E se ubica en 14x (favorecido por revisiones positivas de utilidades), por debajo de su promedio histórico de 7 años (16x). En términos sectoriales, Consumo discrecional, Financieras e Industriales son los sectores que han tenido el mayor número de revisiones positivas de EPS y es justamente donde estamos posicionados para capitalizar la recuperación.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- En octubre el índice local retrocedió 0,15%, arrastrado principalmente por bancos y consumo, y observándose toma de ganancias en nombres que han "outperformed" al índice como Regional (-9.3%), Banorte (-1.6%) y Kof (-4.6%). Los sectores ganadores fueron el industrial, liderado por aeropuertos como GAP (+8.1%) y ASUR (+7.6%), los cuales siguen beneficiándose de la recuperación del tráfico internacional. Sobre el sector materiales se observó un desempeño mixto: por un lado, el sector minero se recuperó de las pérdidas del mes pasado destacando Gmexico (+9.6%) y Peñoles (+8.5%) en línea con el repunte en el precio de los metales subyacentes. Por otro lado,

las empresas cementeras aún no recuperan el terreno perdido, siendo Cemex el principal detractor (-11%) por temores a que las presiones de costos continúen en los siguientes trimestres, principalmente en su operación de Estados Unidos.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- De acuerdo al Instituto Nacional de Estadística e Informática, la economía peruana creció un 11,83% durante agosto con respecto al mismo mes del año anterior. Los sectores que presentaron los mayores avances fueron Construcción (25,5%) y Manufactura (11,5%). Se trata del sexto mes con lecturas positivas. Sin embargo, el crecimiento ha venido perdiendo momentum en la medida en que se van disipando los efectos de base y empeoran las expectativas para la inversión ante un contexto de incertidumbre política.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su reunión de octubre, el directorio del BCRP decidió subir su tasa de interés de referencia en 50 puntos base por segundo mes consecutivo. Así, la referencia se ubica en 1,5%. El comunicado informa que, con esto, la política monetaria sigue siendo expansiva, ya que con respecto a su historia, la tasa de interés sigue siendo baja. Además, el ente emisor asegura que la decisión no necesariamente implica un ciclo de alzas sucesivas. El banco central espera que la inflación, que se ubica muy por encima del rango meta, converja durante los próximos meses y destaca que la lectura que excluye alimentos y energía lo haga en un nivel considerablemente menor.

TASAS DE INTERÉS

- La curva soberana disminuyó en promedio 47 puntos básicos en octubre entre bonos con vencimiento 2026 y 2055. El *spread* del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. a diez años es de 427 bps, con 111 bps por encima del promedio de los últimos dos años.

INFLACIÓN

- Durante octubre, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana experimentó una variación de 0,58%, sobre las expectativas de los analistas que se situaban en 0,24%. Con esto, el indicador acumula una variación positiva de 5,8% en doce meses, muy por encima del objetivo del banco central. Dentro de las categorías que más aportaron encontramos Alquiler de vivienda, combustibles y electricidad (+1,65%); Transportes y comunicaciones (0,93%) y Alimentos y bebidas (0,53%). La inflación, sin considerar alimentos ni energía, se ubicó en 2,8% interanual, mientras que las expectativas de doce meses se aceleraron al 3,64%.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante octubre, el tipo de cambio se apreció considerablemente en Perú, rompiendo la tónica de lo que había sido en meses anteriores. Esto se explica, en parte, por los intentos de la Administración de Castillo de ofrecer mayor gobernabilidad al país. De todas formas, la cotización del dólar provenía de un nivel muy alto y, por el momento, no supone un cambio de tendencia en el valor de la moneda.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- El Banco Central de Reserva del Perú proyecta una inflación a doce meses de 3,64%. Esto representa un alza de 0,56% con respecto al mes anterior y está sobre el objetivo del mismo banco central. Esto ha llevado al instituto emisor a subir su tasa de interés a 1,5% en sus últimas tres reuniones. En cuanto al crecimiento, el Fondo Monetario Internacional elevó la proyección para este año de un 8,5% a un 10%, mientras que redujo la estimación para el 2022 desde un 5,2% a un 4,6%.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

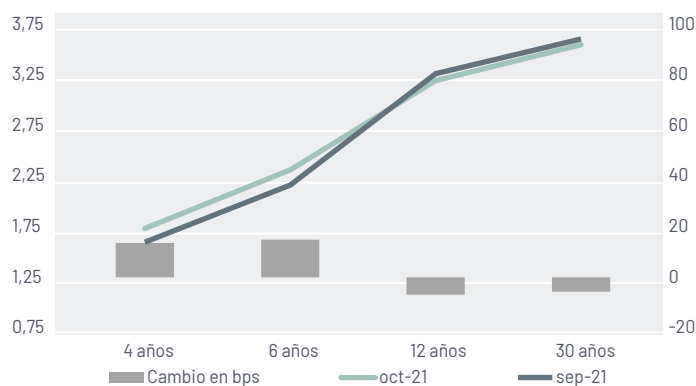
- Hubo un incremento en la tenencia de bonos soberanos por parte de los inversionistas extranjeros. Su posición se incrementó en 1,86%, alcanzando un total de 50,02%. El *spread* entre el soberano en soles y el treasury de 10 años ha disminuido, encontrándose en niveles de principios de post-elecciones. Nos posicionamos neutrales en duración, ya que los aumentos de tasas por parte del BCRP ya han sido reflejados en su mayoría por el mercado. En cuanto a la curva, esperamos que se mantenga en los niveles actuales.

ESTRATEGIA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Duración	UW	N
Curva	OW	OW
Corporativos	N	N
USD vs. Nominal	N	N

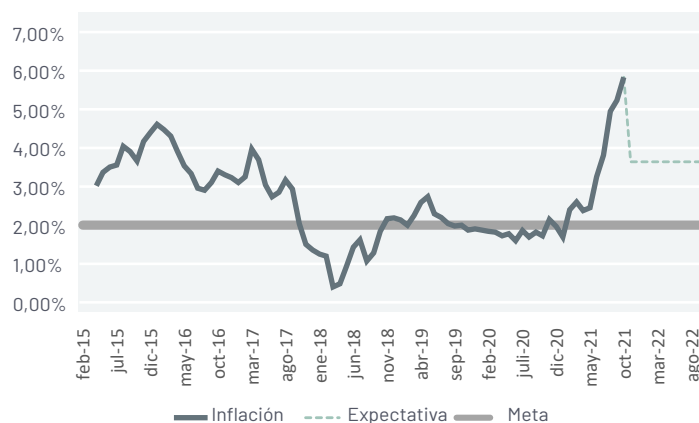
TASAS REALES

- En octubre la tasa de referencia del Banco Central del Perú aumentó a 1,5%, mientras que las expectativas de inflación a 12 meses resultaron en 3,64%, continuando por encima del rango máximo. Esperamos que el banco central siga incrementando su tasa en las siguientes sesiones: hasta fin de año esperamos un incremento de 50 bps.

Curva Real



Expectativas de inflación



SPREAD CORPORATIVOS

- En octubre no hubo movimientos significativos en los *spreads* en los corporativos AAA en promedio, los cuales fueron los instrumentos más negociados en el mercado secundario. Por el lado de los bonos AA, hubo una disminución de *spreads* en 56 puntos básicos en promedio guiado principalmente por la parte corta de la curva. Nos posicionamos neutral en corporativos locales con preferencia en los corporativos AAA a plazos 2024 y 2026.

TASAS NOMINALES

- Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 1,96%, mayor en 48 bps respecto al mes anterior.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones noviembre 2021

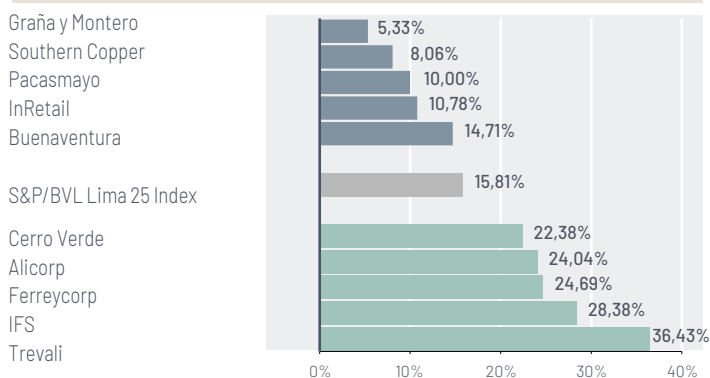


Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

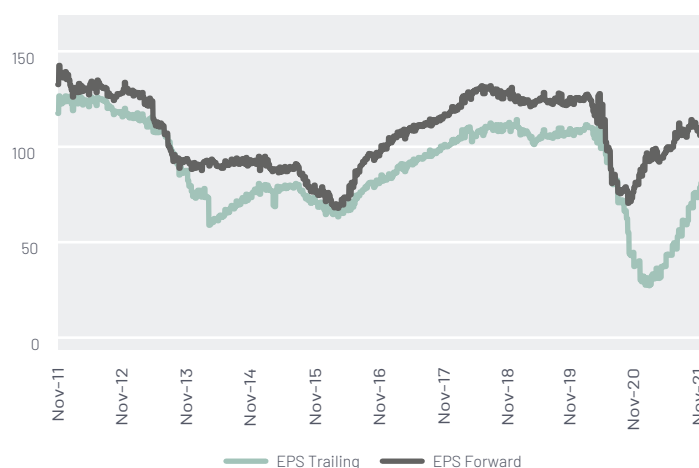
- Durante octubre, con la designación de un gabinete ministerial menos radical por parte del Gobierno de Castillo, el mercado peruano continuó con su tendencia alcista. El SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima avanzó un 15,8%. Las acciones mineras subieron 8,2% en el mes, con Buenaventura y Southern Copper apreciándose 14,7% y 8%, respectivamente. Construcción subió 15,5%, con Aenza, Unacem y Ferreycorp apreciándose 8,2%, 17,1% y 24,7%. El sector consumo rindió en 12,9%, con Inretail y Alicorp subiendo 10,8% y 24%, respectivamente. Utilities se apreció 10,5%. Los papeles financieros subieron 13,3%.

Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia de Research	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	N	N
Energía	N	N
Financiero	N	N
Industrial	OW	OW
Materiales	OW	OW
Minería	UW	UW
Utilities	OW	OW

EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- Cementos Pacasmayo anunció el acuerdo adoptado en la Sesión de Directorio, donde se aprobó la inversión 70 millones de dólares para la construcción del Horno 4 en Planta Pacasmayo (el plazo de la obra es de 15 meses). Esta ampliación incrementará la capacidad de producción de clínker en aproximadamente 600 mil toneladas anuales, con lo cual se eliminaría la necesidad de importación que estuvo presionando

los márgenes de la compañía durante los últimos trimestres mientras la demanda se encuentra en niveles históricos. La compañía había anunciado previamente que dicho proyecto se retrasaría por el entorno político, pero debido a la presión sobre los costos de transporte globales que no esperan que ceda en los siguientes meses se reevaluó la viabilidad del proyecto.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021

Local



Visión económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- El Índice Líder de CERES (ILC), un indicador adelantado que procura entregar señales sobre la evolución de actividad económica general, aumentó 0,3% en octubre y acumula siete meses seguidos de avance, confirmando la continuidad de la expansión del producto que comenzó en abril cuando se llegó al peor momento de la crisis sanitaria. Si bien algunos sectores de actividad en el margen muestran algo de moderación, las expectativas de consumidores y principalmente empresarios han mejorado de forma significativa según una encuesta reciente, teniendo su correlato en una expansión del crédito y el nivel de empleo, donde la cantidad de personas ocupadas superó el nivel que tenía previo al surgimiento del COVID-19 en Uruguay en febrero de 2020.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- El pasado 5 de octubre tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió subir la tasa de política monetaria (TPM) desde 5% a 5,25%. En su decisión se reitera la necesidad de reducir las expectativas de inflación que, si bien vienen convergiendo hacia el objetivo, todavía se encuentran fuera del rango meta en el horizonte de política monetaria, mientras se mantiene la recuperación de la actividad y el control sobre la situación sanitaria. Con esta medida, el BCU continúa con la gradual salida de la fase más expansiva de la política monetaria.

TASAS DE INTERÉS

- Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +46 y 11 puntos base durante el mes de octubre, observándose aumentos significativos a lo largo de toda la curva. Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron aumentos en los plazos cortos y en los más largos, mientras que se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles en los plazos de 5 a 10 años. Las tasas de interés en dólares estadounidenses del Gobierno de Uruguay presentaron un aumento en los tramos más largos. Por último, los Bonos del Tesoro de los EE. UU. presentaron aumentos significativos en el tramo de 1 a 10 años. En este sentido, el *spread* disminuyó en los plazos cortos hasta 7 años.

INFLACIÓN

- El índice de precios al consumidor aumentó 1,04% durante octubre, explicado principalmente por el aumento en el precio de Alimentos y bebidas no alcohólicas (+0,49%) –donde destacamos aumentos en los precios de las carnes, el tomate y el morrón–, Prendas de vestir y calzado (+0,11%) y Transporte (+0,24%). Este registro se ubicó significativamente por encima de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,48%) y la variación de los últimos doce meses aumentó de 7,4% a 7,89%, alejándose aún más del centro del rango meta (entre 3% y 7%). Si bien la inflación de este mes sorprendió al alza, de alguna manera se podría esperar una reversión, ya que los precios de frutas y verduras acumulaban una variación interanual de -13,4% al mes de septiembre.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El dólar continuó su racha alcista en octubre, aumentando 2,9% y volviendo a operar en los niveles previos al comienzo del ciclo de suba de tasas del Banco Central del Uruguay. A nivel global, la divisa norteamericana perdió algo de terreno frente a las principales monedas, sin embargo, el movimiento a nivel local estuvo principalmente explicado por los acontecimientos en Brasil, donde el real brasileño se depreció fuertemente ante nuevos desarrollos en el plano político que debilitaron la confianza de los inversores que, en conjunción con un ritmo más lento de normalización monetaria de parte del BCU, facilitaron el avance. El sorpresivo dato de inflación del mes de octubre impondrá presiones hacia un debilitamiento del dólar en la medida en que se espera una respuesta acorde desde el BCU.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La expectativa de crecimiento del PBI para 2021 aumentó de 3,0% a 3,05% mientras que la de 2022 disminuyó de 3,25% a 3,15% según la mediana de la encuesta de expectativas del BCU. Por otra parte, las expectativas de inflación aumentaron de 7,2% a 7,3% para 2021 y disminuyeron de 6,7% a 6,65% para 2022. El continuo aumento de las expectativas de inflación en los últimos meses podría explicarse por varios factores, entre ellos el nuevo mecanismo de ajuste del precio de los combustibles en un contexto de elevados precios de petróleo y la tendencia al alza del precio internacional de la carne.

Visión mensual de inversiones noviembre 2021



Visión renta fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

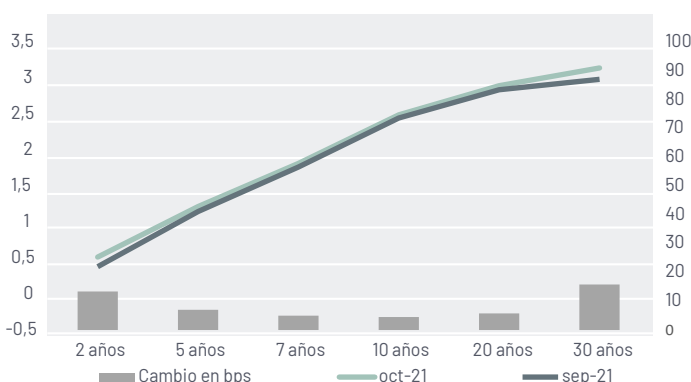
- En octubre las condiciones financieras globales tendieron a endurecerse para la renta fija como consecuencia de una mayor percepción entre los agentes acerca de que la inflación podría no ser tan transitoria como se preveía. Los activos de renta fija de tasa nominal fueron en general los más afectados por este cambio en las expectativas, que tendieron a recoger la necesidad de subas en los tipos de interés de forma más anticipada. En línea con este escenario global, las tasas nominales locales fueron las que más se vieron impactadas, donde el ritmo de la política monetaria del BCU quedó rezagado en un escenario global más desafiante para la inflación. Para el mes en curso, esperamos una señal de mayor firmeza de parte de la autoridad monetaria, posicionándonos para un aplanamiento de la curva.

ESTRATEGIA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Duración	OW	N
Curva	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	UW	OW

TASAS REALES

- Las tasas reales vieron subas moderadas en octubre, donde los mayores movimientos se registraron en los extremos de la curva, manteniendo mayor estabilidad la parte media. La dinámica inflacionaria para lo que resta del año favorece a las tasas nominales, sin embargo, la escasa oferta de instrumentos de corto plazo en tasa real limita el espacio para ver una corrección mayor en el precio de estos activos. La mayor incertidumbre política a nivel regional y la fuerte respuesta de los bancos centrales ha incrementado de forma importante el nivel de las tasas reales en Latinoamérica, siendo Uruguay ahora uno de los países que ostenta el menor costo de financiamiento en el tramo medio de la curva, quedando expuesto a una mayor corrección ante un incremento en la percepción de riesgo sistémico.

Curva Real



Expectativas de inflación



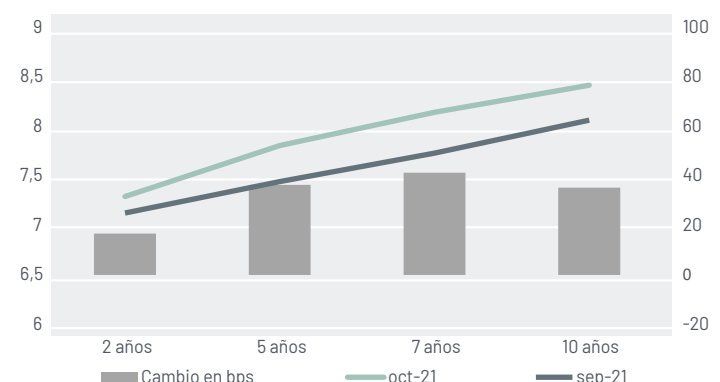
SPREAD CORPORATIVOS

- Los *spreads* corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local continuaron comprimiéndose en octubre, en línea con sus pares soberanos, donde en general se observó una disminución de los *spreads*. Mientras que las obligaciones negociables de La Tahona vieron reducir su *spread* en 25 pbs, los títulos de deuda senior de Corporación Vial lo hicieron en 9 pbs. Con esto, los rendimientos al vencimiento de los instrumentos antes mencionados quedaron en 3,65% y 3,39%, respectivamente.

TASAS NOMINALES

- En octubre se registraron subas importantes a lo largo de toda la curva de tasas nominales. Mientras que el tramo corto pudo estar dominado por una expectativa de mayor suba de tasas por parte del banco central para las próximas dos reuniones del Comité de Política Monetaria, la parte media y larga supo ser el reflejo de un endurecimiento de las condiciones financieras globales donde el carácter transitorio de la inflación se vio cuestionado. Por otra parte, si bien la demanda de letras de regulación monetaria se mantuvo firme en el mes, hubo una importante desinversión de los tenedores no residentes, que acentuó las presiones vendedoras en el tramo corto de la curva, y refuerza nuestra visión de que el BCU tiene espacio para acelerar el ritmo de normalización monetaria.

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.