

One House View

Aumentamos la convicción en Renta Variable conforme aumentan expectativas de una normalización de la economía

• **Marzo 2021** •



CONTENIDO

1 Resumen de la estrategia

Continúa el optimismo ante el avance de la inoculación y la actividad económica.

• [Página 3](#) • [ir](#)

4 Estrategia de inversiones

Contamos con una mayor convicción de emergentes sobre desarrollados y una visión más constructiva en oro.

• [Página 12](#) • [ir](#)

2 Visión global de los mercados

La inoculación en medio de nuevas cepas y disputas políticas.

• [Página 5](#) • [ir](#)

5 Análisis por países

Mantenemos, a modo general, nuestras ponderaciones en las Rentas Variables internacionales.

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

Asia Emergente como la única región que cerró con retornos positivos.

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

MARZO

Adoptamos una visión más constructiva en Renta Variable financiando con Oro

Para marzo adoptamos una mayor convicción Renta Variable, en línea con el apetito por riesgo que se vive a nivel internacional ante expectativas de un 2021 de recuperación económica asociado a una normalización de la actividad gracias a la inoculación de la población en diferentes países y en línea con nuestros modelos cuantitativos que señalan una marcada preferencia por mercados accionarios en desmedro de Renta Fija, donde mantenemos un triple subponderar. La Renta Fija presenta un menor atractivo en un contexto de alzas de tasas de mercado ante mayores expectativas de inflación y un eventual incremento del gasto asociado a nuevos paquetes de ayuda fiscal que buscan apuntalar la reactivación e implicaría la emisión de más deuda.

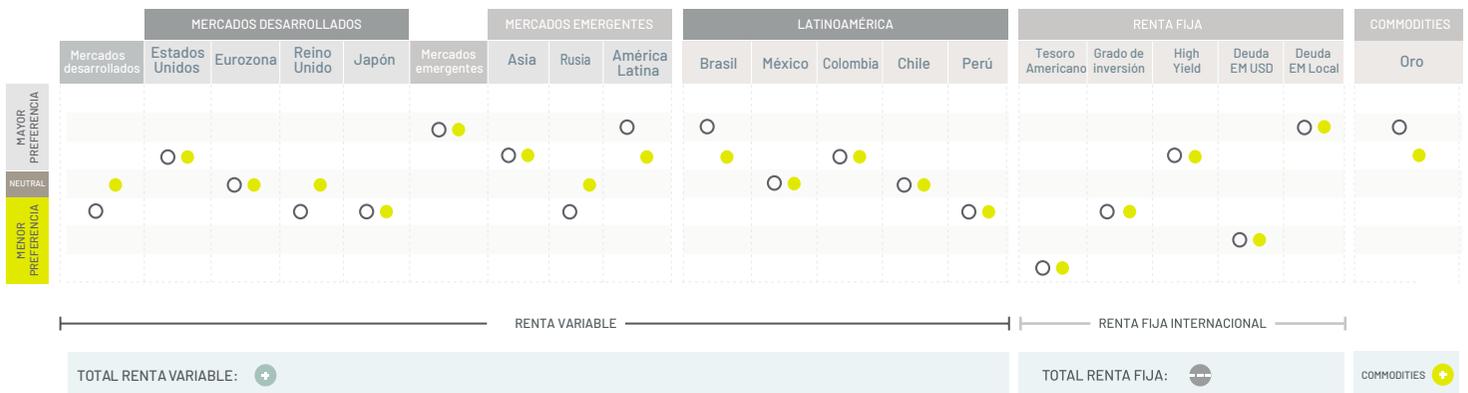
También por el avance en las tasas, adoptamos una visión menos constructiva en Oro y lo utilizamos como financiador, el

metal precioso tiene una alta correlación negativa con las tasas de interés reales, viendo afectada su cotización en la medida que los rendimientos de los bonos indexados a la inflación aumentan, de todas formas, contamos con un sobreponderar en Oro (con una menor convicción), dado que los bancos centrales han insistido que mantendrán sus políticas monetarias ultra expansivas sin alteraciones, sosteniendo que incluso están dispuestos a tolerar inflaciones por sobre sus metas autoimpuestas, siempre y cuando se trate de efectos transitorios y que el avance de los precios converja al objetivo en el largo plazo.

Dentro de Renta Variable llevamos a mercados desarrollados a la neutralidad a través de Reino Unido, donde pasamos de un subponderar a un neutral, si bien no se han disipado la totalidad de los riesgos en torno al Brexit, especialmente en lo que respecta a los servicios financieros, el exmiembro de la Unión Europea es, de las grandes economías, la más avanzada en su campaña de vacunación y ya ha

delineado un plan de varias etapas que busca la normalización de la actividad hacia el segundo semestre de este año. En emergentes, disminuimos la convicción en Brasil ante ruidos políticos que han generado temor en los inversionistas, para financiar, llevamos a Rusia a la neutralidad dado que se han disipado tensiones internacionales y permite compensar la pérdida de exposición al petróleo tras el cambio en Brasil.

Dentro de Renta Fija, no realizamos cambios, mantenemos una alta convicción en la Deuda Emergente en Moneda Local ante un eventual mayor fortalecimiento de las monedas emergentes ante el avance de los commodities, adicionalmente, contamos con una visión positiva de los papeles High Yield, dado un mayor apetito por riesgo, finalmente, contamos con una visión poco constructiva en Investment Grade, Deuda Emergente en Moneda Dura 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

El gigante norteamericano continúa como nuestro país preferido dentro de desarrollados. Su fuerza en la recuperación económica y sus significativas herramientas de estímulos siguen impulsando la reactivación, especialmente con la aprobación del nuevo paquete de ayuda fiscal de USD 1.9 billones por parte del Congreso. Adicionalmente, la inoculación de la población avanza al mismo tiempo que los contagios diarios se reducen, por lo que la anhelada inmunidad de rebaño puede alcanzarse en el tercer trimestre. Sin embargo, existen ciertos riesgos a considerar en el mediano y largo plazo con las expectativas de inflación y la actuación de la FED de cara a su política monetaria.

EUROPA

Conservamos la neutralidad en la región. Si bien los casos de contagios diarios disminuyen, las medidas de contención permanecen y las demoras en la distribución de las vacunas podrían continuar impactando en el crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, existen argumentos positivos para la Eurozona con las sorpresas económicas que siguen en terreno positivo y las medidas expansivas del BCE que se mantienen, así como mejores números de empleo y alzas en las expectativas de utilidades.

JAPÓN

Mantenemos la subponderación en la Renta Variable nipona. La fuerza de recuperación económica pierde impulso con el estado de emergencia que persiste en el país. Además, el primer ministro cuenta con una baja aprobación de cara a las próximas elecciones, evidenciando una posible inestabilidad política a futuro. No obstante, realizamos seguimientos al comportamiento empresarial con la reactivación de China y del mundo, lo cual ha generado un buen desempeño en sus utilidades.

EMERGENTES

LATINOAMÉRICA

Disminuimos la convicción en la región a través de Brasil, país donde contamos con una menor preferencia debido a los retrasos en las reformas de su gasto público y las renuncias presentadas por diferentes directores de compañías, situación que elevó la incertidumbre por la estabilidad económica y política en el mercado brasileño.

ASIA EMERGENTE

Conservamos nuestra visión positiva allí a causa de una continua expansión en la actividad de la región. Las exportaciones del gigante asiático permanecen al alza y la inflación parece estar contenida pese a la reactivación. Sin embargo, existen ciertos riesgos a monitorear de cara a un sesgo restrictivo del Banco Popular de China con su objetivo de disminuir el apalancamiento para evitar mayores burbujas en el sector inmobiliario.

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



EL CONTEXTO INTERNACIONAL PERMANECE ATENTO A LA INFLACIÓN Y SUS EXPECTATIVAS

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

Durante el mes de febrero todas las miradas estuvieron sobre los mercados de bonos, vimos alzas en las tasas de interés de los papeles soberanos de diferentes países alrededor del mundo.

El movimiento tiene fundamentos principalmente en un alza en las expectativas de inflación.

Durante el año pasado vimos impresionantes incrementos de la base monetaria en diferentes países.

Con la llegada de las vacunas y un mayor conocimiento acerca de cómo se comporta el virus, se espera que este año sea de recuperación económica.

Existe un efecto de base comparativa.

Durante este año y para apuntalar la recuperación económica, seguiremos viendo acción fiscal por parte de los Gobiernos.

Parte de la incertidumbre experimentada en los mercados de Renta Fija, se traspasó a los mercados de Renta Variable.

Durante el mes de febrero todas las miradas estuvieron sobre los mercados de bonos, vimos alzas en las tasas de interés de los papeles soberanos de diferentes países alrededor del mundo, en algunos casos se alcanzaron niveles no vistos desde hace un año, es decir, por un momento se retornó a niveles prepandemia a pesar de las políticas monetarias ultra expansivas de los diferentes bancos centrales, especialmente los del mundo desarrollado. El movimiento tiene fundamentos principalmente en un alza en las expectativas de inflación, a su vez las expectativas de una aceleración de los precios tienen explicación en una serie de factores. En primer lugar, durante el año pasado vimos impresionantes incrementos de la base monetaria en diferentes países como una estrategia de los bancos centrales para contener los estragos que estaba causando el cierre forzoso de la economía sobre empresas y personas. En segundo, con la llegada de las vacunas y un mayor conocimiento acerca de cómo se comporta el virus, se espera que este año sea de recuperación económica, especialmente hacia el segundo semestre, lo que podría sobrecalentar a las economías. En tercer lugar, existe un efecto de base comparativa, durante el 2020 y a causa del cierre forzoso de la economía, los precios se desplomaron, por lo que, a la hora de calcular la inflación, la cual se mide con respecto al mismo mes del año anterior, existe una base comparativa excepcionalmente baja, generando un aumento porcentual mayor al que generalmente vemos. En cuarto lugar, la pandemia generó problemas en las cadenas de suministro, lo que genera presión sobre los precios, un ejemplo

muy claro de esto fue el aumento hasta niveles históricos de los costos de envío de mercancías en buques que vimos hacia finales del año pasado y comienzos de este, adicionalmente, hemos visto un aumento en los costos de producción debido al importante avance que han experimentado los commodities. Finalmente, durante este año y para apuntalar la recuperación económica, seguiremos viendo acción fiscal por parte de los Gobiernos, en este punto destaca el nuevo paquete de ayuda que impulsa la administración de Joe Biden en Estados Unidos, por un monto de 1,9 billones de dólares, donde una parte importante se trata de transferencias directas hacia las personas, lo que se suma al aumento en el ahorro que se dio durante el año pasado y que podría ir directamente a consumo una vez que la gente sienta la confianza de retomar la normalidad en sus actividades, lo que tendría un impacto sobre los precios, adicionalmente, el estímulo tiene un efecto por sí solo sobre las tasas de interés ya que implica un mayor gasto, generando un mayor déficit que deberá ser financiado mediante la emisión de deuda.

Parte de la incertidumbre experimentada en los mercados de Renta Fija, se traspasó a los mercados de Renta Variable, ante temores de un incremento en los costos de financiamiento para las empresas en un contexto de alto apalancamiento a causa de la paralización de la economía. Algunos índices experimentaron las caídas diarias más pronunciadas en meses, especialmente los ligados al sector tecnológico debido a las altas valorizaciones presentes en esta industria



De todas formas, el pesimismo se disipó rápidamente.

Adicionalmente, algunas de las razones del alza en las expectativas de inflación son positivas para las acciones.

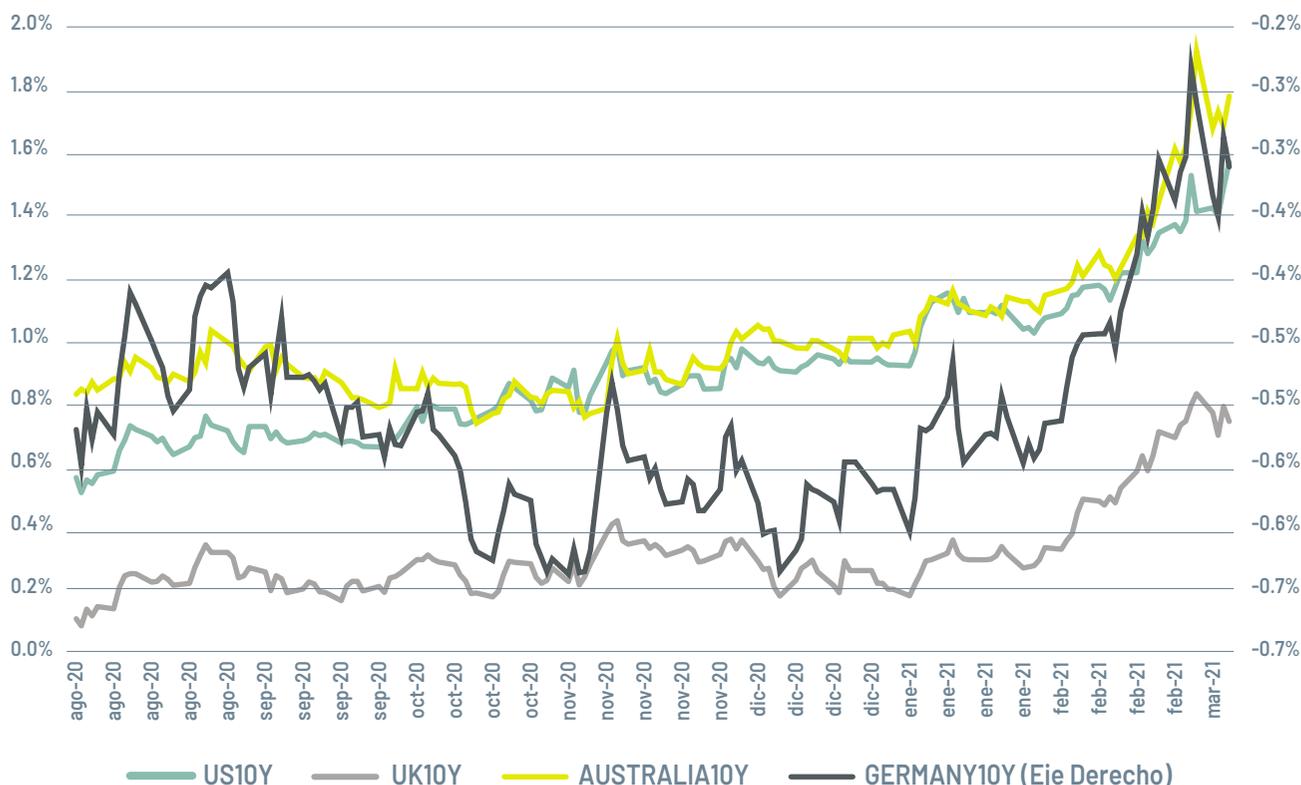
Si bien es muy probable que los precios experimenten un alza durante este año debido a la recuperación económica por el momento el riesgo inflacionario está contenido.

De todas formas, el pesimismo se disipó rápidamente, en parte gracias a las declaraciones del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, quien tuvo dos jornadas de exposiciones frente al Congreso de Estados Unidos hacia finales de mes, en ellas, Powell sostuvo que el mercado del trabajo sigue débil en el país, con una tasa de desempleo que aún está muy lejos del pleno empleo y que tomará un largo tiempo llegar a los niveles pre pandemia, por otro lado, sostuvo que Estados Unidos no atraviesa un riesgo de inflación inminente lo que se complementa con declaraciones anteriores, donde se indicó que la Reserva Federal asumiría una nueva estrategia de cara a la inflación, donde se buscará un objetivo de 2% como media de largo plazo, pudiendo existir, de esta manera, periodos donde el avance de los precios se sitúe por debajo o por encima de este nivel, allanando el camino para una mantención de la política monetaria ultra expansiva por un tiempo prolongado. Además, también existen factores que presionan a la baja los precios tales como el alto nivel de desempleo y las brechas de producción que aún están presentes en la economía.

Adicionalmente, algunas de las razones del alza en las expectativas de inflación son positivas para las acciones, compensando el efecto que pueda tener un aumento en los costos de financiamiento, un entorno de recuperación económica podría impulsar los resultados corporativos los cuales presentan una alta correlación con las acciones mientras que un paquete fiscal que considera transferencias directas a los ciudadanos podría generar importantes flujos de entrada en los mercados de Renta Variable. Si bien es muy probable que los precios experimenten un alza durante este año debido a la recuperación económica y por ende las tasas nominales se ubiquen en un nivel en línea con una economía más saludable, por el momento el riesgo inflacionario está contenido, por lo que se mantendría la política monetaria expansiva. De todas formas, es importante continuar con un atento monitoreo en caso de que el aumento de los precios comience a acelerarse hasta un punto que sea inevitable para los bancos centrales tomar cartas en el asunto.

Alzas en las expectativas de inflación impulsó las tasas en el mundo desarrollado

Fuente: Bloomberg



RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Pese a que se vivieron algunas jornadas de incertidumbre durante el mes, con caídas diarias bastante pronunciadas en algunos índices causadas por la incertidumbre del avance de las tasas de mercado, finalmente febrero fue un mes, en general, de retornos positivos. La principal fuente de incertidumbre fue rápidamente disipada por el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell quien sostuvo que no existe un riesgo inminente de inflación en Estados Unidos y que aún queda un largo camino para alcanzar el pleno empleo, asegurando que un alza de tasa de política monetaria no ocurrirá en el corto/mediano plazo, lo que se complementa con el enfoque más flexible hacia la

inflación señalado durante el año pasado. Adicionalmente, el avance durante el mes de febrero de un nuevo paquete fiscal en el parlamento Estados Unidos por 1,9 billones de dólares que considera transferencias directas a la población, dio un soporte adicional a los índices.

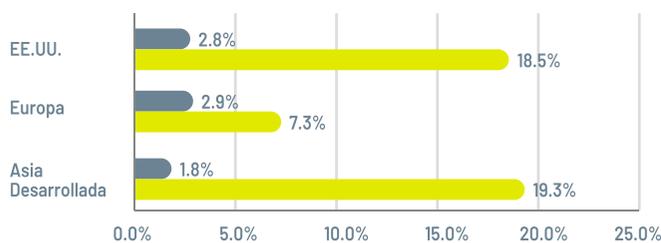
En ese contexto todas las regiones cerraron con retornos positivos exceptuando Latinoamérica, donde la intervención del Gobierno de Brasil, en una de las empresas más importantes del país, donde tiene participación, generó nerviosismo entre inversionistas quienes cerraron algunas de sus posiciones en la región.

Dentro de Renta Fija Internacional, vimos importantes caídas en la Deuda Emergente, tanto en Moneda Local como en Moneda Dura, dado que las tasas de estos papeles se vieron influenciadas por el avance de las tasas soberanas del mundo desarrollado ante expectativas de inflación que se han ido acelerando conforme se va consolidando la reactivación. Misma razón por la que cayeron los Bonos del Tesoro de Estados Unidos y los papeles Investment Grade, directamente relacionados con la tasa base. Finalmente, los Bonos High Yield fueron la excepción a la regla, con una caída mucho más acotada dada una compresión de los spreads ante un mayor apetito por riesgo.

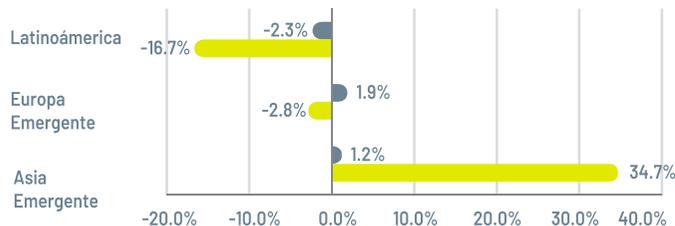
RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



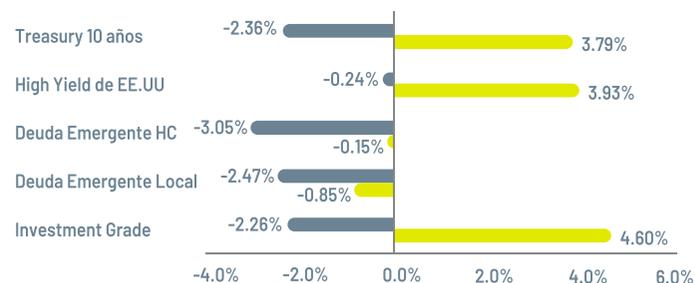
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

MERCADO INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

MERCADOS LOCALES

MÉXICO: Si bien han mejorado las expectativas del crecimiento para México, el país enfrenta varios eventos que pueden mermar la confianza del sector privado e inversionistas, provocando aversión por activos locales. La aprobación en ambas Cámaras de la reforma eléctrica propuesta por el actual mandatario, que pretende blindar a la Comisión Federal de Electricidad, y priorizarla frente a las empresas privadas del sector, podría convertirse en un factor que genere mayor incertidumbre; además de que ya ha generado posturas contrarias en las Cámaras de comercio locales y del mismo sector en el extranjero, se convierte en contrapeso de la recuperación esperada. A lo anterior se suman las elecciones de medio término y la, ahora en pausa, revisión a la ley de Banxico.

PERÚ: Durante febrero, se reveló que el expresidente Martín Vizcarra, la exministra de salud, Pilar Mazzetti, varios altos funcionarios del Estado, familiares de estos y otros terceros se vacunaron con dosis adicionales al ensayo clínico de Sinopharm entre noviembre 2020 y enero 2021. El director del ensayo clínico, Germán Málaga recibió 2.000 dosis adicionales que fueron aplicadas bajo su total discreción al personal del ensayo, a funcionarios públicos y a personal de empresas privadas relacionadas. La ministra de Salud y sus dos viceministros renunciaron ante la noticia. El Congreso buscó interrumpir la entrega de las dosis restantes aduciendo que fueron escogidas tras esta especie de soborno.

COLOMBIA: En febrero inició el programa de vacunación en el país, el cual consta de cinco etapas que dependen de la ocupación, edad y comorbilidades de cada persona, con prioridad para el personal médico y los adultos mayores. El Ministerio de Salud confirmó 130.578 dosis aplicadas para finales del mes, equivalentes al 0,3% de la población con una primera dosis de las vacunas contra el COVID-19. No obstante, en términos relativos, Colombia aún se ve rezagada versus los demás países de la región.

CHILE: Durante enero la economía chilena se contrajo un 3,1% decepcionando al mercado que esperaba una contracción de un 1,3%. Dentro de los sectores más afectados encontramos a los servicios y a la producción de bienes. Dentro de los aspectos positivos destacan el crecimiento del comercio en un 8,8% influenciado tanto por ventas mayoristas como por ventas minoristas. Para febrero, también se espera una lectura negativa, sin embargo, esto es consistente con lo declarado por el Banco Central de Chile en su último informe de política monetaria durante el mes de diciembre, por lo que las expectativas de un crecimiento de entre 5,5% y 6,5% para este año, no se verían afectadas. Por otro lado, la campaña de vacunación en el país sigue destacando, ubicando a Chile como uno de los países que más vacuna en el mundo y poniéndolo a la cabeza de los países emergentes. Chile ha inoculado a más de cuatro millones de personas, llegando a superar las 300 mil dosis administradas en algunas jornadas. Pese a lo anterior, los números de la pandemia han adoptado una tendencia al alza y el país atraviesa el peor escenario desde que se superó el peak de la pandemia durante junio del 2020, esto ha obligado a las autoridades a retroceder a varias comunas en los planes de desconfinamiento, donde destaca la mayoría de la región metropolitana, la más poblada del país, lo anterior podría ser un nuevo lastre para la economía, de todas formas, el ministro de salud está optimista de que los efectos de las vacunas comiencen a notarse durante el mes de abril.

URUGUAY: Sobre fin de mes se volvió a observar una aceleración en los contagios, muy posiblemente asociado a los feriados de carnaval donde habitualmente se registra un aumento significativo en la circulación de personas. No obstante, se destaca también el arribo de las primeras vacunas del laboratorio Sinovac, con las cuales se dio inicio al plan de vacunación con el objetivo de alcanzar a unas 20.000 personas a diario. Con la esperanza de estar más próximos al fin de la emergencia sanitaria, la confianza de los consumidores se ha visto impactada positivamente. Sin embargo, son los empresarios ahora quienes tienen una expectativa algo más pesimista, anticipando un aumento significativo en los costos de producción, lo que podría demorar aún más la recuperación del ya castigado mercado de trabajo.

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY



EE. UU.

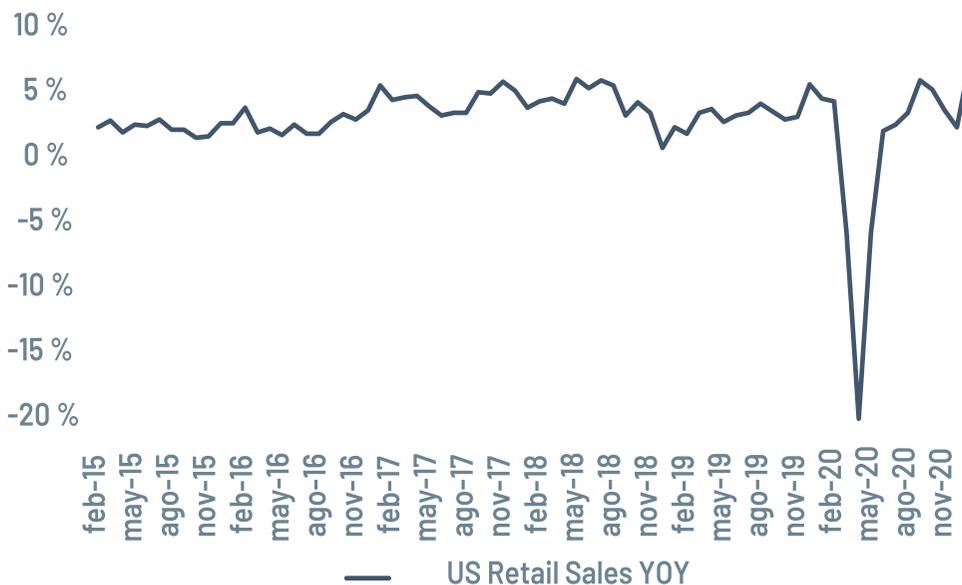
Estados Unidos se sigue posicionando como nuestro país favorito dentro de mercados desarrollados dado que ha mostrado una recuperación económica más acelerada que sus pares mientras que cuenta con más herramientas para impulsar la reactivación y más herramientas para hacer frente a la crisis sanitaria. Esto ha quedado en evidencia durante el mes de febrero, tuvimos una nueva lectura del PMI manufacturero en terreno muy expansivo, alcanzando un nivel de 60,8, por sobre las expectativas de los analistas, quienes esperaban una lectura de 58,9, el consumo también presentó lecturas positivas con las ventas retail creciendo un 7,4% con respecto al mismo mes del año anterior. Por otro lado, el parlamento aprobó el nuevo paquete de ayuda fiscal por 1,9 billones de dólares sin la necesidad de votos republicanos, ya que los demócratas controlan ambas Cámaras, de todas formas, la administración Biden ha tenido que negociar con algunos senadores demócratas, acordando reducir el criterio de elegibilidad para las transferencias directas, disminuyendo el límite de ingresos anuales máximos para optar al beneficio, esto podría ser beneficioso para el consumo dado disminuiría la porción de las transferencias que iría a parar al ahorro. Finalmente, durante el segundo mes del año, vimos una fuerte caída de los casos de coronavirus en el gigante norteamericano, al mismo tiempo en que avanza rápidamente el proceso de vacunación donde se han administrado más de 80 millones de dosis, es decir, el equivalente a un 25% de la población del país a un ritmo promedio de 2 millones de dosis administradas diarias en las últimas semanas, se espera que, conforme se vayan aprobando nuevas vacunas y aumente la disponibilidad de las mismas, el país alcance la inmunidad de rebaño hacia el tercer trimestre de

este año. Dentro de los riesgos a la tesis, vemos un repunte de la inflación en los próximos meses que pueda gatillar una política monetaria más restrictiva, situación que ha estado anticipando el mercado mediante un alza en las expectativas de inflación que ha presionado al alza a las tasas de interés de mercado. De todas formas, la Reserva Federal ha sostenido que no ven un riesgo inflacionario inminente en Estados Unidos y que aún están muy lejos del pleno empleo, uno de los objetivos de la FED, por lo que mantendrán el estímulo monetario por un tiempo prolongado, lo que se complementa con declaraciones anteriores donde han sostenido que están dispuestos a tolerar lecturas de inflación que superen su objetivo en el corto plazo, siempre y cuando, la inflación de largo plazo converja a la meta.

Estados Unidos se sigue posicionando como nuestro país favorito dentro de mercados desarrollados dado que ha mostrado una recuperación económica más acelerada que sus pares mientras que cuenta con más herramientas para impulsar la reactivación y más herramientas para hacer frente a la crisis sanitaria.

Ventas retail muestran un importante repunte en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg





EUROPA

En Reino Unido pasamos de subponderar a neutral, el país lleva un exitoso proceso de vacunación, lo que le permite ponerse a la cabeza de las grandes economías en este aspecto, ha administrado dosis equivalentes a más del 31% de su población.

En Eurozona mantenemos la neutralidad, si bien la segunda ola coronavirus ha logrado ser contenida, mostrando una disminución de los casos durante febrero, aún están presentes algunas de las medidas de contención, lo que supone un lastre para la actividad lo que podría generar que la región entre nuevamente en recesión técnica si no logra tener un crecimiento positivo durante el primer trimestre de este año. Adicionalmente, el proceso de vacunación se ha visto empañado por demoras en la distribución de las dosis, quedando rezagados con respecto a sus pares. Como argumentos positivos, que hacen de contrapeso para fundamentar nuestra visión neutral en la región, encontramos datos macroeconómicos que siguen mostrando señales de recuperación, lo que es recogido por los índices de sorpresas económicas, que se mantienen en terreno positivo. Adicionalmente, el Banco Central Europeo ha mantenido sus inyecciones de liquidez evidenciando un sesgo de política monetaria expansiva, aunque sigue monitoreando de cerca la evolución de la inflación, en caso de que este comience a tomar velocidad. Finalmente, hemos visto una mejora en los números de empleo y un alza en las expectativas de utilidad.

En Reino Unido pasamos de subponderar a neutral, el país lleva un exitoso proceso de vacunación, lo que le permite ponerse a la cabeza de las grandes economías en este aspecto, ha administrado dosis equivalentes a más del 31% de su población. Esto le ha permitido delinear un plan de reapertura de su economía que busca normalizar la actividad hacia el segundo semestre de este año, donde destacan la apertura del comercio no esencial en abril y los lugares de esparcimiento y hotelería hacia mayo alcanzando el pleno funcionamiento de todos los sectores el 21 de junio. Adicionalmente, datos macroeconómicos evidencian señales de recuperación, lo que también es recogido por los índices de sorpresas que se ubican en terreno positivo, además, también vemos un sesgo expansivo del Banco de Inglaterra mientras que las expectativas de utilidad cuentan con una tendencia al alza para este año. 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.

JAPÓN

En Japón mantenemos una visión poco constructiva, en línea con nuestros modelos cuantitativos, la recuperación comienza a perder fuerza en un contexto de estado de emergencia que ha sido extendido para este mes de marzo, afectando principalmente a los sectores de servicios y consumo durante este primer trimestre. Adicionalmente, tanto el primer ministro como su gabinete cuentan con una baja aprobación a tan solo algunos meses de las elecciones, generando incertidumbre acerca de si el país nipón volverá a atravesar un periodo de constantes cambios de jefes de Gobierno. Como riesgos a la tesis encontramos a un repunte de las exportaciones y la producción industrial, las cuales han vuelto a niveles prepandemia de la mano de la reactivación mundial y especialmente de la recuperación de China. Por otro lado, hemos visto un buen desempeño de las utilidades, con expectativas al alza.



EMERGENTE

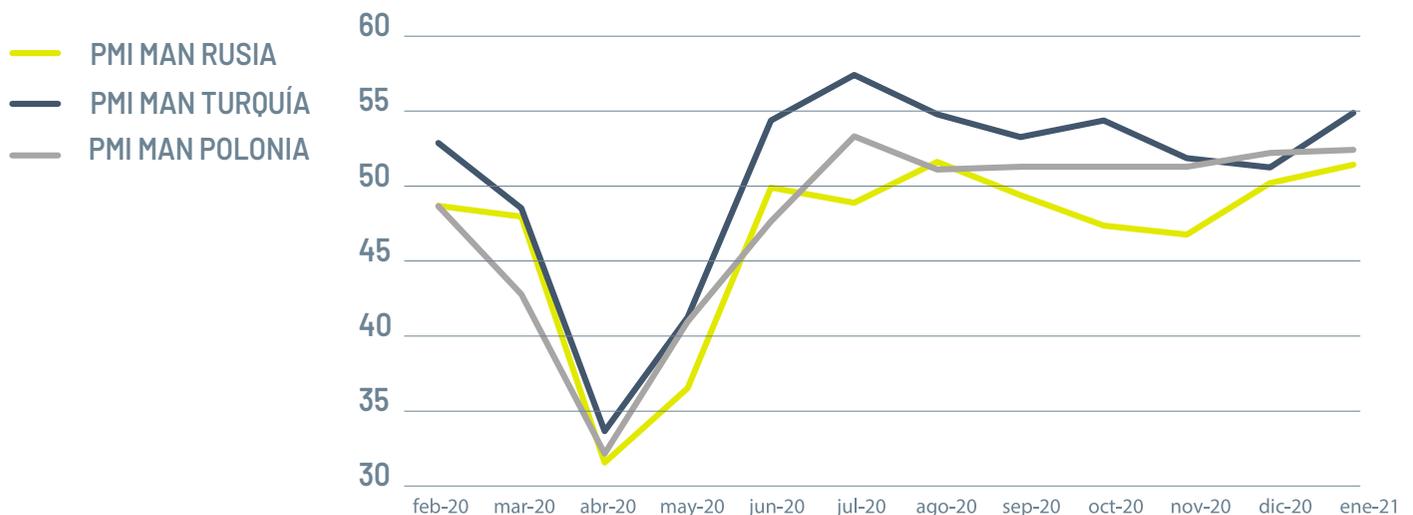
Contamos con preferencia por mercados emergentes, sin embargo, realizamos ajustes dentro de la categoría. En primer lugar, disminuimos la convicción en Latinoamérica a través de Brasil, donde pasamos de un doble sobreponderar a un sobreponderar. Si bien mantenemos una visión positiva sobre los fundamentos del gigante latinoamericano, con datos de actividad estables, expectativas de utilidad con tendencia al alza y un proceso de vacunación que comienza a tomar fuerza, disminuimos la convicción debido al retraso en reformas que buscan contener el gasto público, en un contexto donde se negocia un nuevo paquete de ayuda fiscal. Adicionalmente, la intervención del Gobierno en una de las compañías más importantes del país generó nerviosismo entre inversionistas y provocó la renuncia de algunos directores, aumentando aún más la incertidumbre. Financiamos con Europa Emergente, donde llevamos la región a la neutralidad, dado que contamos con una visión positiva del petróleo ante las expectativas de una normalización de la economía mientras avanza la vacunación alrededor del mundo. Adicionalmente, los datos macroeconómicos repuntan en la región con los PMI ubicándose en terreno expansivo mientras que medidas de austeridad llevaron a Rusia a tener un superávit durante el 2020. De todas formas, mantenemos la cautela ante un riesgo geopolítico permanente y señales levemente negativas de nuestros modelos cuantitativos. Finalmente, mantenemos una visión positiva en Asia Emergente, la actividad en la región

continuó expandiéndose durante febrero, aunque a un ritmo más lento debido a los cierres y restricciones de viajes durante el año nuevo chino. Adicionalmente, exportaciones siguen creciendo gracias a la recuperación del crecimiento mundial y la inflación está contenida a pesar de la reactivación. Como riesgos en la región, vemos un sesgo más restrictivo del Banco Popular de China buscando disminuir el apalancamiento para contener el riesgo de burbujas en el sector inmobiliario.

Adoptamos una posición neutral en Europa Emergente, ya que tenemos una visión positiva del petróleo.

Actividad sigue repuntando en países de Europa Emergente.

Fuente: Datastream



ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

Aumentamos la convicción en Renta Variable pasando de un sobreponderar a un doble sobreponderar, lo anterior se fundamenta en la señal que nos entregan nuestros modelos cuantitativos y en la reactivación económica que tendría lugar este año en la medida que más vacunas estén disponibles y sigan siendo efectivas sobre las potenciales nuevas variantes del virus que pudieran aparecer. Si bien, hubo cierto nerviosismo entre los inversionistas por alzas en las tasas de interés de mercado influenciadas principalmente por un avance en las expectativas de inflación, vimos mensajes de banqueros centrales de que el riesgo de inflación aún está contenido y que una política monetaria más restrictiva aún no está sobre la mesa, especialmente tomando en cuenta lo que sucede en el mercado laboral. Con respecto al Oro, si bien seguimos positivos en el metal, disminuimos la convicción ya que es muy sensible a los movimientos en las tasas de mercado, de todas formas, mantenemos la visión positiva dado que los bancos centrales han sostenido que mantendrán el estímulo monetario por un periodo prolongado. Finalmente, en Renta Fija Internacional, mantenemos un triple subponderar, al bajo atractivo que presentaban las tasas en meses anteriores se suma el avance de las mismas, el cual es muy perjudicial para este tipo de activos.

Resultados corporativos proyectados con tendencia positiva

Fuente: Datastream

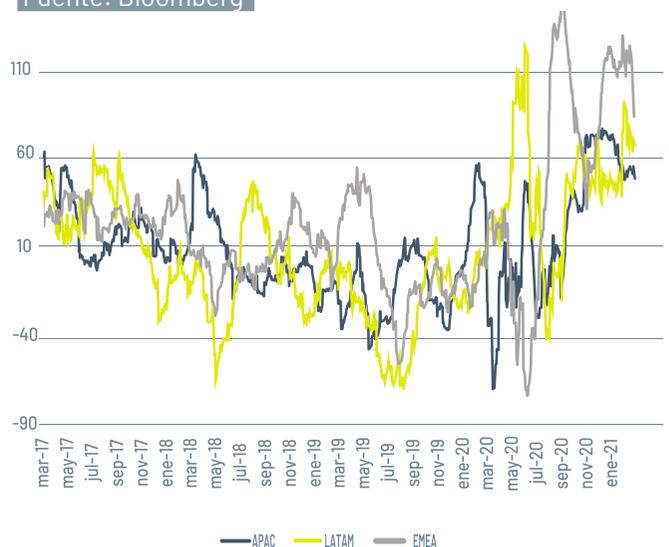


¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Dentro de Renta Variable y en línea con nuestros modelos cuantitativos, contamos con preferencia por mercados emergentes sobre desarrollados dado que se verían más beneficiados ante el mayor apetito por riesgo relacionado a la recuperación económica, parte de ello se ve en el avance que han presentado las materias primas, muy importantes para los países emergentes. Dentro de la categoría contamos con preferencia por Asia Emergente, donde la actividad se mantiene en terreno expansivo y la recuperación económica mundial tiene un impacto positivo dada su calidad de región manufacturera. Adicionalmente, contamos con una visión positiva de Latinoamérica, sin embargo, hemos reducido la convicción para este mes. Si bien seguimos positivos en los fundamentos de la región y sus valorizaciones atractivas hacen de la misma un buen vehículo para exponerse al mayor apetito por riesgo, adoptamos algo de cautela debido a riesgos políticos que son difíciles de anticipar y cuantificar, en este caso, destaca Brasil, donde la intervención del Gobierno en una de las empresas más importantes del país, donde tiene participación, generó temor entre los inversionistas quienes cerraron posiciones. Finalmente, adoptamos una posición neutral en Europa Emergente, para cubrir la exposición al petróleo que deja la menor convicción en Brasil dado que tenemos una visión positiva para el commodity. Dentro de desarrollados nuestra mayor convicción es Estados Unidos dado que la recuperación ha sido más rápida que entre sus pares y cuenta con más herramientas para dar soporte. En Europa, llevamos Reino Unido a la neutralidad, dada su exitosa campaña de vacunación, en tanto, mantenemos la neutralidad en la Eurozona. Finalmente, mantenemos una visión más negativa en Japón, dado que, en lo relativo, tenemos preferencias por otras regiones.

Cifras macroeconómicas siguen sorprendiendo en emergentes

Fuente: Bloomberg

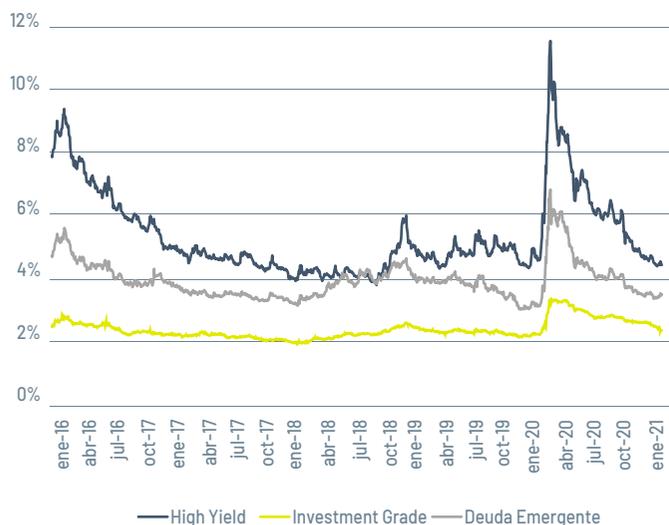


RENTA FIJA INTERNACIONAL

En Renta Fija Internacional no realizamos cambios, mantenemos una alta convicción en los papeles de Deuda Emergente en Moneda Local ante un eventual mayor fortalecimiento de las monedas emergentes frente al dólar, dado los avances en los precios de los commodities y ante una mantención o contracción de las tasas reales ante declaraciones de la Reserva Federal de que mantendrán es estímulo monetario. Adicionalmente, contamos con una preferencia por papeles High Yield ya que, pese al deterioro de sus fundamentos, podrían verse beneficiados del mayor apetito por riesgo. Financiamos con papeles Investment Grade, Deuda Emergente en Moneda Dura y Bonos del Tesoro, los últimos se verían especialmente afectados si continúa el avance de las tasas nominales ante mayores expectativas de inflación para este año, dado el contexto de recuperación económica.

Movimientos mixtos en spreads, compresión en High Yield contuvo el alza de la tasa base

Fuente: Bloomberg

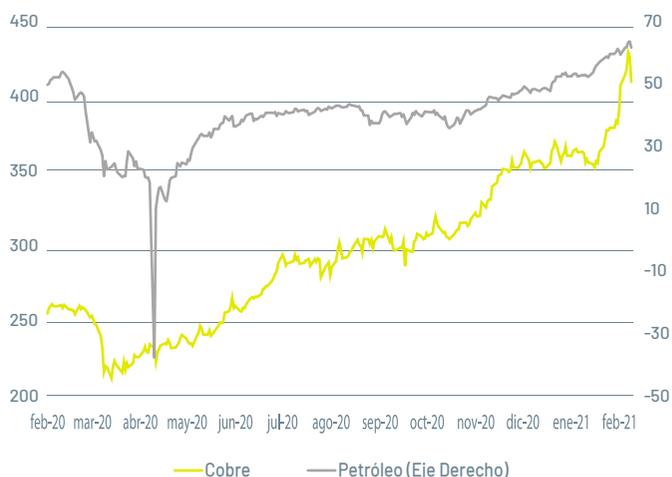


COMMODITIES

Los commodities continuaron con su racha alcista en medio de expectativas de un alza en la demanda conforme se vaya normalizando la actividad con el avance de la inoculación alrededor del mundo. En ese contexto, el petróleo presentó un rendimiento de casi un 18% durante el mes de febrero, mientras que el cobre cerró con un avance de más de 15%. Hacia adelante mantenemos una visión positiva para ambas materias primas. En el caso del petróleo, las expectativas de un aumento en la demanda hacia el segundo semestre del 2021 conforme se retoman niveles de actividad y un contexto de soporte para el precio por parte de la OPEP+ nos hacen contar con convicción. En el caso de cobre, nuestra visión positiva se fundamenta en que Gobiernos están dirigiendo sus paquetes fiscales a infraestructura, energías renovables y electro movilidad, lo que impulsaría la demanda por los próximos años, en un contexto donde desarrollar nuevos proyectos que incrementen la oferta demora en promedio 5 años.

Commodities presentan importantes avances ante expectativas de un incremento en la demanda

Fuente: Bloomberg



PRINCIPALES SUPUESTOS PARA LA ESTRATEGIA

- A** 2021 será un año de recuperación económica en la medida que se pueda 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. Dado lo anterior, surge un segundo riesgo para nuestra estrategia y es que la recuperación de la actividad sea más lenta de lo que espera el mercado, a pesar de los avances en hallazgo de la vacuna, dados los desafíos que plantea la inmunización generalizada de la población mundial, nada asegura que nuevas medidas de contención no sean necesarias en caso de una reaceleración de los contagios, por lo que nada asegura que la recuperación económica siga adelante sin contratiempos, adicionalmente, podrían surgir nuevas variantes donde las vacunas pierdan parte de su efectividad. Por otro lado, vemos un riesgo en la inflación en Estados Unidos, si bien aún no hemos visto incrementos considerables en los precios 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 tendrán sobre los precios conforme se normalice la actividad, una aceleración importante en los precios podría obligar a la FED a aplicar una política monetaria más restrictiva, lo que sería una importante complicación para las empresas que se encuentran muy apalancadas. Finalmente vemos un riesgo en el escenario político en Estados Unidos, donde el control demócrata del Gobierno y ambas Cámaras podría dar espacio a reformas que tengan un efecto negativo sobre el mercado.





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

A pesar de la volatilidad observada durante febrero, la bolsa local se ubicó en terreno positivo durante este periodo. Sin dejar de lado la evolución de las tasas reales en EE. UU., los datos macroeconómicos siguen apuntando a la recuperación económica, hecho que sigue priorizando activos de riesgo dentro de los que se encuentra la renta variable mexicana. Sin embargo, existen factores como la reforma a la ley eléctrica y las elecciones del próximo junio, que pudieran mermar la confianza de inversionistas y generar incertidumbre desde el ámbito local, con lo cual se afectaría el relativo atractivo de esta clase de activo. Por otro lado, la reciente apreciación del dólar tampoco juega a favor. Con todo lo anterior, no se descartan sesiones volátiles.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

La dinámica alcista registrada en la curva de los bonos del tesoro estadounidense presionó de manera importante las curvas locales. Lo anterior ante el incremento en las tasas reales en aquella economía. Con lo anterior, la curva de bonos nominales en México reportó incrementos generalizados que superaron los 60 puntos base en nodos de la parte media y larga; sin embargo, la parte más corta descendió. Por otro lado, en el caso de la curva real, todos sus nodos reportaron alzas, en mayor medida los de la parte de mayor plazo.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar reportó apreciación por segundo mes consecutivo, con lo que alcanza un desempeño de 4,7% durante 2021. A pesar de que los datos económicos muestran que la recuperación económica global continúa, en recientes semanas el fuerte incremento en las tasas reales en el mercado norteamericano respaldó la fortaleza del dólar. En relación con la moneda mexicana, ésta última ha estado bajo presión, y así podría continuar dado la incertidumbre generada en el sector privado e inversionistas a causa de los recientes ajustes a la ley eléctrica, y el próximo periodo electoral. Con lo anterior se espera apreciación del dólar contra el peso en 2021 respecto al cierre de 2020.

TASAS DE INTERÉS

En medio de datos económicos mixtos, pero que siguen apuntando a la recuperación económica, una potencial recuperación más rápida en la economía estadounidense presionó de manera importante la curva de bonos del tesoro. En este sentido, las curvas locales reportaron una dinámica similar, con excepción del nodo más corto en los bonos nominales que descendió 21 puntos base, mientras que el resto promedió 43 puntos de incremento. En el caso de los bonos ligados a la inflación, se reportaron incrementos en todos los nodos que promediaron 37 puntos base, observándose los incrementos más fuertes en la parte media y larga de ambas curvas.

INFLACIÓN

La inflación se aceleró más de lo esperado durante febrero, movimiento que estuvo sustentado principalmente en el incremento de precios en energéticos y alimentos. Respecto al mes previo, el avance fue de 0,63% que ubicó al índice general en 3,76% (3,72%). Quitando el efecto más volátil, dentro del factor subyacente se observó un incremento de 0,39% compuesto por un crecimiento de 0,5% en mercancías, así como un 0,25% en servicios. Por otro lado, el factor no subyacente creció 1,36%, donde la mayor alza se registró en precios de energéticos y tarifas autorizadas por el Gobierno en 2,5%, mientras los productos agropecuarios se contrajeron 0,22%. Este hecho podría reducir el espacio para Banxico.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El año ha comenzado con un repunte estacional de inflación, que se ubicó en 3,84% a la primera quincena de febrero. Aun con lo anterior, Banxico decidió de manera unánime recortar en 25 puntos base su tasa de política monetaria a 4%. Esta decisión busca dar impulso a la recuperación económica, ante el escaso apoyo fiscal y después de la contracción de 2020. Si bien el consenso estima que aún hay espacio para hacer un recorte, posiblemente en marzo; dado que las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran ancladas según Banxico, algunos economistas pronostican dos recortes más.





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En el mes de febrero, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima rindió 8,5%. Las acciones mineras subieron 10,2% en el mes, con Buenaventura y Southern Copper rindiendo 7,4% y 8,6%, respectivamente. Construcción subió 2,9%, con Aenza retrocediendo 7% pero Unacem y Ferreycorp apreciándose 4,8% y 2,1%, respectivamente. El sector consumo rindió 2,9%, con Inretail subiendo 6% y Alicorp cayendo 1,6%. Utilities retrocedió 3,6%, donde Luz del Sur cayó 15,6%. Los papeles financieros rindieron 6,5%.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

En febrero, se materializó el incremento que preveíamos en la tasa del tesoro a 10 años de Estados Unidos. Asimismo, el spread del soberano local de 10 años con respecto al treasury, ha continuado por debajo de la media de 2 años. Por lo cual, decidimos mantener el underweight en duración. Además, es importante mencionar el ruido que viene causando la campaña presidencial, pues dos candidatos no market friendly, se vienen posicionando en los primeros puestos de las encuestas, lo cual podría generar incertidumbre y la salida de inversionistas extranjeros de la curva local.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El tipo de cambio durante febrero mantuvo su nivel alrededor de 3,65 y durante los primeros días de marzo llegó a un pico de 3,68 con intervenciones del BCRP para atenuar la volatilidad. Este incremento se da ante encuestas presidenciales encabezadas por candidatos con propuestas populistas y de izquierda. A pesar del alto nivel, no esperamos que se materialice una corrección mientras se mantenga esta incertidumbre política. Si bien esperamos que el nivel se mantenga en un rango de 3,65 - 3,60, nuestro rango fundamental para fin de 2021 está en un rango de los 3,45-3,50 soles por dólar.

TASAS DE INTERÉS

La curva corrigió 60 pbs en promedio en febrero, ello vino guiado por el incremento importante en el bono del tesoro estadounidense de 10 y 30 años. Asimismo, observamos que la curva soberana continuó empinándose; sin embargo, aún se encuentra por debajo de su media y esperamos que se mantenga controlada, debido a las menos aceleradas expectativas de crecimiento que se viene dando en el año, como consecuencia de la implementación de nuevas cuarentenas, el retraso en la llegada de vacunas y al efecto que tendrá la campaña electoral. Por el lado de la parte corta de la curva, no se espera que el BCRP cambie su tasa de referencia, sino que continúe con el estímulo monetario que viene haciendo desde el inicio de la pandemia, lo cual puede provocar un ligero empinamiento en el mediano plazo si continúa el crecimiento desacelerado de la economía.

INFLACIÓN

En febrero el IPC de Lima Metropolitana disminuyó 0,13% m/m y acumuló una variación de 2,4% en los últimos doce meses. Tras impulsos alcistas coyunturales en enero, el rubro de mayor peso, Alimentos y Bebidas, y Esparcimiento, Servicios Culturales y de Enseñanza retrocedieron 0,63% y 0,15% m/m. Contrarrestando este efecto, Transportes y Comunicaciones; Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad; y Cuidados y Conservación de la Salud crecieron 0,61%, 0,45% y 0,22% m/m, respectivamente. La inflación a nivel nacional en febrero fue -0,01%, acumulando 2,79% en los últimos doce meses. Las expectativas de inflación a doce meses se ubicaron en 1,98%.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Directorio del BCRP dejó la tasa de referencia en 0,25%. La postura monetaria expansiva se sostiene en señales tendenciales de la inflación por debajo del rango meta hacia fin de año, a pesar de la fuerte recuperación de la economía durante enero e impulsos transitorios. Destaca además que durante los dos primeros meses del año los indicadores de expectativas empresariales han venido empeorando. El Directorio recomienda mantener una postura expansiva durante un período prolongado mientras persistan los efectos negativos de la pandemia en la economía.



CHILE

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante el mes de enero la bolsa local experimentó una apreciación de 7,4% medida en dólares. Si bien el país atraviesa una situación crítica con respecto al coronavirus que ha forzado a las autoridades a retroceder a varias comunas en las fases de desconfinamiento y ahora millones de personas se encuentran bajo alguna modalidad de cuarentena, el mercado observa hacia el futuro y centra todas sus miradas en el exitoso proceso de vacunación que se está llevando a cabo en Chile. Ya se han administrado más de cuatro millones de dosis de vacunas y el ministerio de salud espera que los efectos de estas se comiencen a percibir durante el mes de abril allanando el camino para una normalización de la economía hacia el segundo semestre de este año, en ese contexto, los sectores que venían más rezagados y los cuales son más sensibles a los efectos de la pandemia como lo son el Real Estate y el Retail presentaron los mayores avances, al igual que el sector Industrial que se ve beneficiado del mayor dinamismo internacional.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dentro de Renta Fija Local, nos posicionamos, de forma táctica, neutrales en duración debido a la influencia que tiene el avance de las tasas del Treasury en el mercado local. En curva, nos posicionamos neutrales, ya que para el corto plazo vemos las curvas estables, sin embargo, podríamos ver algunas subidas en los próximos meses si se materializan mejores condiciones de crecimiento. En corporativos contamos con una sobreponderación dados los altos spreads que apreciamos en algunas industrias. Finalmente, contamos con preferencia por la tasa real en línea con las altas expectativas de inflación para los próximos meses y en línea con nuestros modelos de corto plazo.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante el mes de febrero el tipo de cambio se apreció en Chile en torno a un 1,5% gracias al importante avance del precio del cobre, principal exportación del país y por ende importante determinante del precio de la divisa norteamericana. De hecho, hacia la última semana del mes, el peso chileno presentaba un avance de más de 4% el cual se revirtió ante expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos ante un alza en las expectativas de inflación. Si bien el presidente de la Reserva Federal sostuvo que Estados Unidos estaba muy lejos de un escenario de alza de tasas, el peso no logró retornar al nivel previamente alcanzado.

TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de febrero las tasas tuvieron en general un comportamiento al alza, especialmente las de mediano y largo plazo. La parte más corta en pesos estuvo más anclada TPM con poco movimiento, la parte de muy corto plazo en UF tuvo una importante baja por la sorpresa positiva de inflación de 0,7% vs 0,4% esperado por el mercado para enero. La entrada de flujos que vimos la primera parte del mes se revirtió en la segunda parte principalmente en los fondos de mediano y largo plazo en UF. Por su parte la tasa del Bono del Tesoro a 10 años avanzó 33 puntos base pasado de un 1,07% a un 1,40% afectando a las tasas largas locales.

INFLACIÓN

Tras varios meses sorprendiendo al alza, durante febrero ocurrió todo lo contrario, el IPC presentó una variación de 0,2% con respecto al mes anterior, bajo las expectativas de los analistas que se situaban en 0,4%. Con esto, los precios presentan un avance de 0,9% en lo que va del año y de un 2,8% en doce meses, bajo el objetivo del Banco Central de Chile de 3%. De las doce divisiones que componen el indicador, ocho presentaron incidencias positivas donde destacan transporte con un alza de 1,2%, influenciado principalmente por el alza en las gasolinas y vivienda y servicios básicos (0,7%) influenciada por la variación del gas licuado. Dentro de las bajas destacan alimentos y bebidas no alcohólicas, a diferencia de meses anteriores.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria en el mes de enero, el consejo acordó mantener la tasa de política monetaria al 0,5%, nivel al que llegó en el mes de marzo producto de la crisis sanitaria que está afectando al mundo, y el cual es el nivel mínimo histórico. Sobre la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de diciembre que se encuentra contenida debido al mayor aumento de brechas de actividad producto de la crisis actual, donde terminaría en valores de cerca del 2,6% para 2021 y que recién en 2022 llegaría al 3%. Dado lo anterior, el consejo estima una mantención prolongada de la TPM en este nivel altamente expansivo con el fin de asegurar la convergencia a la meta de inflación en un horizonte de 2 años.



COLOMBIA

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En febrero, el COLCAP registró avances en moneda local, influenciado por la eliminación de las restricciones de movilidad impuestas el mes anterior y el inicio del programa de vacunación en el país. El inicio, no obstante, de la temporada de publicación de resultados sorprendió negativamente al mercado, reflejando un deterioro del balance financiero. Esperamos que las publicaciones restantes, en general, presenten resultados más optimistas. Mantenemos la recomendación positiva en el país producto de las mejores perspectivas de crecimiento, el inicio del programa de vacunación y el impulso que esperamos provenga de la perspectiva positiva en el petróleo.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Según el Ministerio de Hacienda, en febrero aumentó la demanda por el mercado de deuda pública colombiana, con una variación m/m positiva en compra de TES, de 4.572 mm pesos colombianos. Entre los tenedores de TES, los bancos, fondos de pensiones y el Ministerio de Hacienda fueron los principales compradores netos. Únicamente los inversionistas extranjeros realizaron ventas en el mes.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global presentó una valorización de 0,33% m/m (DXY), en línea con los recientes incrementos en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que reflejan mejores expectativas de crecimiento gracias, en parte, a los nuevos paquetes de estímulos fiscales. El mercado, por su parte, se ha mostrado más escéptico ante el discurso de la FED e incorpora una política monetaria más restrictiva en los próximos meses, impulsando el rendimiento real de las tasas hacia arriba durante los últimos días. Lo anterior, evidentemente ha tenido consecuencias sobre la cotización de las monedas emergentes. El peso colombiano experimentó una depreciación cercana a al 1% m/m. Sin embargo, creemos que el mercado se adelantó al proceso de normalización monetaria y creemos entonces que aún continúa el espacio para que monedas emergentes ligadas al petróleo, como el peso colombiano, puedan seguir favoreciéndose de las condiciones actuales.

TASAS DE INTERÉS

En febrero, se evidenció un empinamiento de la curva local, en línea con el comportamiento de las tasas de rendimiento globales y siguiendo de cerca el inicio del proceso de vacunación en el país, el aumento del precio del petróleo y las mejores expectativas de crecimiento para este año. En adelante, los rendimientos dependerán de la eficiencia y velocidad en los planes de vacunación, la reactivación económica, las expectativas de inflación y movimientos en las tasas de interés, la posibilidad de nuevos confinamientos a nivel global y la evolución de las nuevas variantes del virus.

INFLACIÓN

En febrero, la inflación presentó una variación mensual de 0,64%, ligeramente mayor al consenso del mercado (0,51%). Todas las divisiones presentaron contribuciones mensuales positivas, retomando la normalidad de un mes de febrero. Este resultado estuvo explicado principalmente por las divisiones de Educación (0,15%), ajustando paulatinamente tarifas a niveles previos a la pandemia, Alojamiento y servicios públicos (0,09%), dada la indexación de precios a la inflación del 2020 y Transporte (0,08%), explicado por el incremento del precio de la gasolina.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Directiva del BanRep retomó su esquema regular de reuniones -donde se decide sobre el nivel de la tasa de interés en ocho de las doce reuniones en el año. Producto de lo anterior, en febrero no se tomaron decisiones sobre la tasa de intervención y esta permanece en 1,75%. No obstante, las minutas de la reunión de finales de enero muestran un sesgo más dovish por parte de la junta, a la que recientemente se suman tres nuevos miembros. La inflación en febrero se ubicó en 1,56% YoY desde 1,60% en enero. Esto podría darle espacio al BanRep de un recorte más de 25 bps para mantener la TPM real en 0%. Continuamos esperando una TPM sin cambios hasta el 3T del año, donde se retomarían las discusiones sobre la normalización.



URUGUAY

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La producción industrial sin refinería aumentó (YoY) por primera vez en varios meses durante diciembre gracias al buen desempeño de los sectores Fabricación de Sustancias y Productos Químicos (+8,6%) y Fabricación de Papel y Productos de Papel (+3,3%). La variación promedio del año 2020 se situó en -4,8%. Por otro lado, la tasa de desempleo cayó a 10,5% -desde 10,9%- en el último mes del año como consecuencia de la disminución de la tasa de actividad -de 61,7% a 61,3%-. Por último, el déficit fiscal global -sin considerar los ingresos al Fideicomiso de Cincuentones- cayó a 5,8% del PBI en el mes de enero gracias a la mejora en el resultado de las Empresas Públicas y la disminución de las inversiones. A mediados de marzo el Banco Central divulgará el informe de cuentas nacionales del Q4.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Se puede decir que el mercado local aún no ha sentido el impacto del aumento en el costo de financiamiento, derivado de las repercusiones que tendrá el plan de estímulos del gobierno de Biden sobre la economía norteamericana. Hay un gran debate en relación al tamaño desmedido de este último paquete (equivalente a 9% del PBI), que no solo podría llevar a un mayor crecimiento sino ya a un recalentamiento de la economía en aquel país. A nivel local ello traería aparejado un fortalecimiento del dólar, en la medida que la Fed y el BCU mantengan un status quo. Por otra parte, se observa un reciente deterioro a nivel regional que también apoyaría este fortalecimiento. En línea con ello proponemos un posicionamiento más de corto plazo con algo más de preferencia por activos en tasa real.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar se apreció 2,16% con respecto al peso uruguayo durante el mes de febrero y acumuló una variación de 1,9% en lo que va del año 2021. Algo similar ocurrió en los países de la región -con excepción de Chile-: en Colombia +0,9%, en México +1,4%, en Brasil +2,4%, en Perú +0,3% y en Argentina +2,9%. El deterioro de los fundamentos en algunos países de la región y el incremento de las tasas nominales a nivel internacional determinaron la salida de capitales de países emergentes -especialmente en América Latina-.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas en moneda nacional disminuyeron entre 10 y 70 puntos básicos durante el mes de febrero y, además, la curva perdió "curvatura" ya que el rendimiento al vencimiento de las letras a 0,5-2 años cayó más que el resto (60-65 pbs). Los tipos de interés en unidades indexadas también retrocedieron -aunque a menor ritmo- con excepción de los más largos (20-30 años). El rendimiento al vencimiento del bono con vencimiento en 2028, por ejemplo, pasó de 1,45% a 1,40%. Por último, las tasas en dólares americanos aumentaron por segundo mes consecutivo -entre 15 y 60 puntos básicos- como consecuencia del incremento de los spreads de mercados emergentes y la suba de la tasa base (US Treasuries).

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor aumentó 0,82% durante el segundo mes del año en virtud del incremento en el valor de las bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (+4,77%), muebles y artículos para el hogar (+1,56%), salud (+1,31%) y educación (+2,63%). El resultado de febrero se ubicó alrededor de 20 puntos básicos por encima de las expectativas y la variación de los últimos doce meses trepó a 9,12% -desde 8,89% en enero-.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Comité de Política Monetaria se reunió el 11 de febrero por primera vez en el año y resolvió mantener la tasa de interés de referencia (TPM) en 4,5% con el fin de "evitar las restricciones de liquidez" en este contexto de caída en el nivel de actividad. Del comunicado de prensa se desprende que los miembros prevén mantener la tasa en este nivel al menos hasta mediados de año. Por otra parte, es preciso destacar que desde que se implementó el cambio de instrumento (set-20) las tasas de interés de las letras de regulación monetaria han caído más de 400 puntos básicos.

INFORMACIÓN RELEVANTE. La información contenida en el presente documento hace parte de Sura Asset Management y no corresponde a ningún tipo de asesoría y/o consultoría, tiene un propósito meramente informativo. Cualquier opinión expresada en este material está sujeta a cambios sin previo aviso. Los clientes deberán informarse de las implicaciones legales, regulatorias, tributarias que conlleva la inversión y determinar si las ideas plasmadas en este documento son relevantes para sus objetivos particulares.





INVESTMENT MANAGEMENT