

One House View

Mantenemos una alta convicción en renta variable dado el contexto de reactivación.

• Mayo 2021 •



CONTENIDO

1 Resumen de la estrategia

La renta variable continúa con una fuerte convicción en medio de un ambiente optimista.

• [Página 3](#) • [ir](#)

4 Estrategia de inversiones

Mantenemos una visión positiva tanto para mercados desarrollados como emergentes.

• [Página 12](#) • [ir](#)

2 Visión global de los mercados

La vacunación mundial sigue tomando fuerza y los mercados se enfocan en la recuperación económica.

• [Página 5](#) • [ir](#)

5 Análisis por países

Continuamos con la neutralidad en los países latinoamericanos, excepto Brasil.

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

Abril cierra con un fuerte apetito por riesgo en vista de jornadas 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

MAYO

No realizamos cambios en la estrategia de cara a mayo.

En mayo no realizamos cambios en las estrategias. Al igual que en abril, mantenemos la alta convicción por la renta variable, en general, en línea con nuestros modelos cuantitativos y el sentimiento de optimismo por parte de los mercados que se enfoca en la recuperación económica que tendrá el 2021. Pese a que ciertas regiones presentan complicaciones por nuevas olas de contagio, es innegable que la vacunación ha rendido frutos en algunos países que han ido levantando sus restricciones de forma paulatina.

En este sentido, seguimos con la preferencia tanto por mercados desarrollados como emergentes. En el primer grupo, destacamos a Estados Unidos por su eficacia contra la nueva ola de contagios gracias al avance en la inculcación de la población, lo que le ha permitido levantar ciertas restricciones para llevar a cabo la reactivación de la actividad con el apoyo, igualmente, de significativos paquetes fiscales. En cuanto a emergentes, Latinoamérica continúa con su despegue, donde Brasil y México, por su parte, presentan atractivas valorizaciones. Respecto al oro, mantenemos la posición neutral. Pese a que las tasas de interés reales han frenado sus alzas debido a los comunicados que ha realizado la FED, lo cierto es que el escenario de mayor apetito por riesgo es desfavorable para los precios del metal precioso.

Por último, dentro de la renta fija internacional, mantenemos una visión poco constructiva. Aunque las tasas nominales, así como las reales, han detenido su comportamiento alcista, existe una alta probabilidad de que conforme la recuperación económica avance, dicha tendencia que traían los yields en meses anteriores persista. De esta manera, nos posicionamos en mayor medida hacia activos que se beneficien del apetito por riesgo, como los papeles High Yield, los cuales financiamos con deuda emergente en moneda dura. Por otro lado, seguimos con la neutralidad en deuda emergente en moneda local y una subponderación tanto en Investment Grade como en 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 se sigue posicionando como nuestro preferido dentro de los mercados desarrollados. La vacunación continúa mostrando resultados y dando la posibilidad de que, en el tercer trimestre de 2021, el país pueda llegar a la inmunidad de rebaño. Por otro lado, desde el frente fiscal la Administración Biden lanza su plan de apoyo a las familias por USD 1.8 billones, sumándose al estímulo de soporte económico de USD 1.9 billones ya aprobado, y a otro de infraestructura de USD 2.2 billones que se anunció. En el aspecto monetario, la FED ha indicado que la inflación sobrepasará la meta propuesta en vista de las disrupciones que se han presentado en las cadenas de suministro global, por lo que los estímulos estarán vinculados a la normalización del mercado laboral.

EUROPA

Mantenemos la neutralidad en la región. De continuar parte de las restricciones hasta el verano, podría desencadenar un fuerte impacto económico, especialmente en el turismo y servicios. Además, el riesgo de la desaceleración china continúa presionando a sus sectores externos. Sin embargo, las lecturas del PMI y de sorpresas económicas siguen posicionándose en terrenos expansivos, de la mano de fuertes estímulos tanto fiscales como monetarios.

JAPÓN

Continuamos con una posición neutral en el país. Como puntos a favor, vemos una fuerte mejoría de su sector exportador y unas significativas medidas de alivio financiero y monetario por parte del BoJ. No obstante, a causa de una nueva ola de contagios, Japón volvió a imponer el estado de emergencia, retrasando así su recuperación económica.

EMERGENTES

LATINOAMÉRICA

Esta es nuestra región preferida en el segmento de emergentes, donde destacamos a Brasil. Pese a complicaciones en sus condiciones sanitarias, vemos una menor presión en dicha materia en las últimas semanas y un avance en sus planes de vacunación, sumado a mayores posibilidades de una mejor sostenibilidad fiscal a causa de reformas gubernamentales en el gasto y mejores perspectivas en las cotizaciones del crudo. No obstante, no descartamos riesgos políticos para los próximos meses.

ASIA EMERGENTE

Contamos con una posición neutral gracias a China. El gigante asiático fue uno de los primeros en superar la crisis económica producto del coronavirus y mantener los índices de actividad en expansión. Sin embargo, producto de esta recuperación, el Gobierno Central ha decidido moderar las políticas fiscales y monetarias, de la mano de regulaciones, con el propósito de asegurar una estabilidad en el largo plazo.

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



LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA COMO OBJETIVO GRACIAS AL AVANCE EN LA VACUNACIÓN

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

Lo que comenzó como una serie de casos de una extraña neumonía en China se transformó en una pandemia mundial que ha modificado la vida de las personas.

Durante el mes de noviembre conocimos la efectividad de algunos candidatos a vacunas y se generó una luz de esperanza.

Actualmente la situación con respecto a la vacunación es muy dispar.

Países como Estados Unidos, el Reino Unido o Israel nos muestran que la parte más compleja de las campañas de vacunación será la recta final.

Por otro lado, en los países emergentes la situación es diferente.

Durante el mes abril la India captó la atención de los medios con un rebrote totalmente fuera de control que pone en riesgo a todo el mundo.

India es uno de los principales fabricantes de vacunas a nivel mundial y ya ha anunciado la suspensión de exportaciones hasta junio.

Durante gran parte del año pasado no podíamos dejar de prestar atención a la evolución del coronavirus. Lo que comenzó como una serie de casos de una extraña neumonía en China se transformó en una pandemia mundial que ha modificado la vida de las personas en una gran cantidad de aspectos. Al principio al mundo le costó comprender la gravedad del asunto, algunos Gobiernos subestimaron la capacidad del virus de transmitirse y la Organización Mundial de la Salud entregó algunas indicaciones erráticas ante esta enfermedad desconocida, esto provocó un colapso de los sistemas de salud de diferentes países y obligó a las autoridades a instaurar estrictas medidas de restricción a la movilidad de las personas, cerrando las economías y generando una aguda crisis económica. Este escenario generó una impresionante movilización de recursos, tanto privados como públicos y los científicos de diferentes laboratorios comenzaron una carrera maratónica para encontrar una vacuna que permitiera generar inmunidad en la población y superar la pandemia.

Durante el mes de noviembre conocimos la efectividad de algunos candidatos a vacunas y se generó una luz de esperanza. Desde entonces, una serie de laboratorios han obtenido la autorización para utilizar su producto en la población y así comenzó el proceso de inoculación a nivel mundial. Sin embargo, si encontrar la vacuna era una tarea difícil, vacunar a gran parte de la población mundial lo es aún más. Actualmente la situación con respecto a la vacunación es muy dispar, por un lado, los países de más altos ingresos vacunan rápidamente a su población, lo que —de mantenerse el ritmo de vacunación— les permitiría alcanzar la inmunidad de rebaño hacia el tercer trimestre de este año, al otro lado, encontramos a los países de menores ingresos, los cuales vacunan a una tasa 25 veces menor.

Lo anterior nos da algunas luces sobre cómo podría evolucionar el proceso de vacunación. Países como Estados Unidos, el Reino Unido o Israel nos muestran —contrario a lo que creíamos en un principio— que la parte más compleja de las campañas de vacunación será la recta final para alcanzar la inmunidad de rebaño, en esta recta se encuentran los indecisos, que tienen dudas sobre la vacuna y las personas que viven lejos de los grandes centros de vacunación masiva, complicando la logística de la administración de las dosis, de hecho, algunos doctores ya solicitan que se comience producir jeringas que ya vengan cargadas con la vacuna, para abordar a estas personas en entornos más familiares, sin la necesidad abrir un vial (que contiene varias dosis) y que algunas dosis corran el riesgo de perderse, ante esto, algunas autoridades de los países con mayor cantidad de vacunas disponibles han señalado que están dispuestos a que algunas dosis sean desechadas si eso permite avanzar con la vacunación.

Por otro lado, en los países emergentes la situación es diferente, su menor capacidad de aplicar cuarentenas estrictas y un menor acceso a la vacuna ha implicado que la situación sanitaria siga muy deteriorada dentro de sus fronteras, durante el mes abril la India captó la atención de los medios con un rebrote totalmente fuera de control que pone en riesgo a todo el mundo, principalmente por dos razones, en primer lugar, ante una libre circulación del virus existe una mayor probabilidad de la aparición de nuevas variantes, algunas de las cuales podrían ser más resistentes o letales, en segundo, la India es uno de los principales fabricantes de vacunas a nivel mundial y principal proveedor de países emergentes a través del mecanismo Covax y ya ha anunciado la suspensión de exportaciones hasta junio para priorizar la situación interna.



Desde el punto de vista económico la situación también es dispar.

Este auge del consumo en el mundo desarrollado ha provocado la escasez de algunos bienes que podrían comenzar a afectar a algunas industrias.

El auge económico ha inyectado de optimismo a los inversionistas que han seguido llevando sus flujos hacia activos de mayor riesgo.

Las autoridades monetarias en el mundo desarrollado y especialmente en Estados Unidos han indicado que el aumento de la inflación es un evento transitorio.

Desde el punto de vista económico la situación también es dispar, el Reino Unido ya ha delineado un plan para reabrir completamente su economía hacia el segundo semestre, mientras que Estados Unidos ha comenzado a levantar las restricciones en algunos estados y ciudades, de hecho, ya se ha autorizado a que las personas vacunadas puedan reunirse sin mascarilla en lugares abiertos. Esto ha provocado un auge económico que se ha visto apalancado en una serie de anuncios de estímulos fiscales que se aplicarán gradualmente en los próximos años. Por otro lado, se espera que las restricciones sigan provocando un daño económico en el mundo emergente. Sin embargo, existe la esperanza de que —una vez alcanzada la inmunidad de rebaño— los países desarrollados comiencen a suministrar vacunas a sus pares de menos ingresos.

Este auge del consumo en el mundo desarrollado, impulsado no solo por la

recuperación, si no por un cambio en el comportamiento de los consumidores junto con la interrupción de las cadenas de suministro que arrastran una disminución en su capacidad desde el año pasado, además de restricciones que siguen vigentes en algunos países, ha provocado la escasez de algunos bienes que podrían comenzar a afectar a algunas industrias. Durante semanas recientes hemos visto un importante incremento en los precios de las materias primas y en sus reportes de resultados, varias empresas de diferentes industrias comentaron que la escasez de semiconductores (chips) los forzaría a disminuir su producción. Adicionalmente, hemos visto un alza considerable en los precios de transporte de mercancía en barcos que a su vez se ha visto influenciado por una falta de contenedores y atochamientos en algunos puertos. La economía está luchando por comenzar a funcionar normalmente tras un agudo shock.

Disrupción en las cadenas de suministro impulsa el precio de bienes y transporte

Fuente: Bloomberg



El auge económico ha inyectado de optimismo a los inversionistas que han seguido llevando sus flujos hacia activos de mayor riesgo, sin embargo, han seguido aumentando las preocupaciones de que este entorno económico particular comience a impactar en los precios y que pueda gatillar el retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales. Sin embargo, las autoridades monetarias en el mundo desarrollado y

especialmente en Estados Unidos han indicado que el aumento de la inflación es un evento transitorio por un efecto de base comparativa y que conforme se normalice la economía, deberían corregirse las disrupciones de las cadenas de suministro. Adicionalmente, indican que el mercado laboral, si bien ha mejorado, aún se encuentra lejos del pleno empleo y que ahora no solo considerarán la tasa de desempleo, sino también una

serie aspectos de sostenibilidad como brechas raciales o de género. Finalmente, la Reserva Federal ha mencionado que cuando se comience a retirar el estímulo será de forma gradual y anunciada previamente, por lo que no debería ser un riesgo a la baja en el corto plazo.



RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

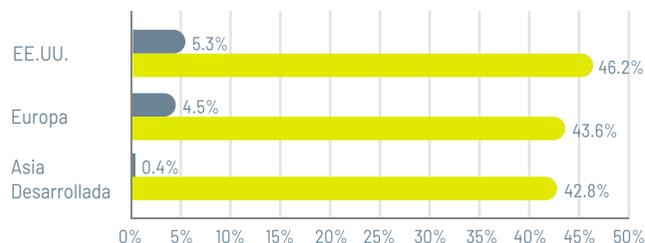
DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Durante abril los mercados volvieron a vivir jornadas de retornos positivos. Por un lado, hubo un freno en las alzas de tasas de mercado en Estados Unidos, situación que había preocupado a los inversionistas en meses anteriores, de hecho, el bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años experimentó una caída en su tasa de interés de en torno a 10 puntos base. Por otro lado, se ha mantenido el apetito por riesgo gracias a la reapertura y los importantes paquetes de estímulo que se han anunciado en el mundo desarrollado. Finalmente, se han publicado gran parte de los resultados de las compañías correspondientes al primer trimestre del año y la mayoría han superado las expectativas de los analistas por un buen margen.

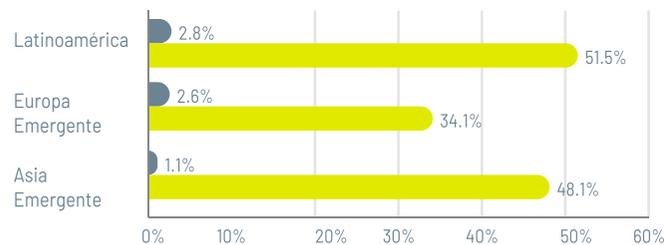
RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

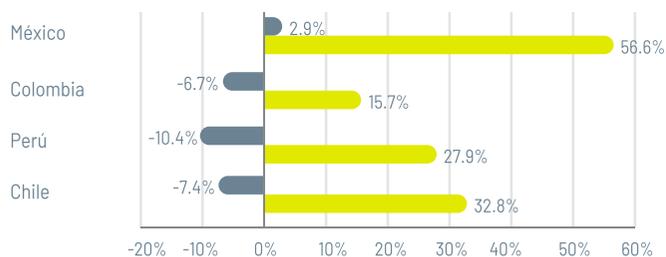
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



MERCADOS LOCALES



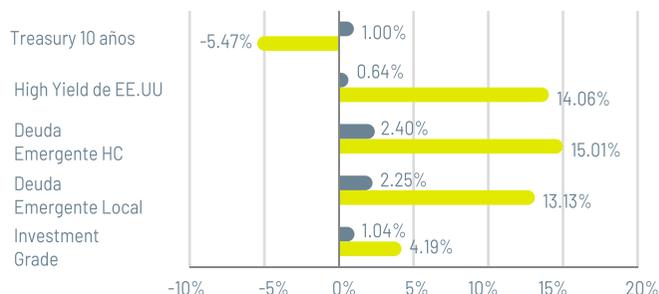
Dentro de las regiones vemos un mejor desempeño del mundo desarrollado por sobre el emergente, salvo por el caso de Asia. Esto en línea con la evolución de la pandemia y los paquetes fiscales anunciados. Tanto Estados Unidos como el Reino Unido han comenzado con la reapertura de sus economías mientras que Europa ha logrado mejorar los números de la última ola del virus que está azotando a la región y ha acelerado el ritmo de vacunación. En cambio, Japón ha debido reimponer el estado de emergencia en sus urbes más importantes ante una nueva aceleración de los casos. En emergentes, si bien la situación sanitaria es más complicada y el acceso a vacunas más limitado, de todas formas, tuvieron un desempeño positivo ante buenas perspectivas para las materias primas dada una creciente demanda y una oferta que se ha visto afectada por las restricciones a la movilidad.

Por su parte, la renta fija internacional también se vio beneficiada por el apetito por riesgo y por el freno en las alzas de las tasas de interés de mercado en Estados Unidos, en ese contexto, la Deuda Emergente, tanto en moneda dura como en moneda local fue la categoría más beneficiada, le siguen los Bonos del Tesoro y los papeles con grado de inversión, directamente ligados a la tasa base. Finalmente, los papeles High Yield quedaron rezagados luego de haberse beneficiado en meses anteriores, pese a las alzas de la tasa base, gracias a la compresión de su spread.

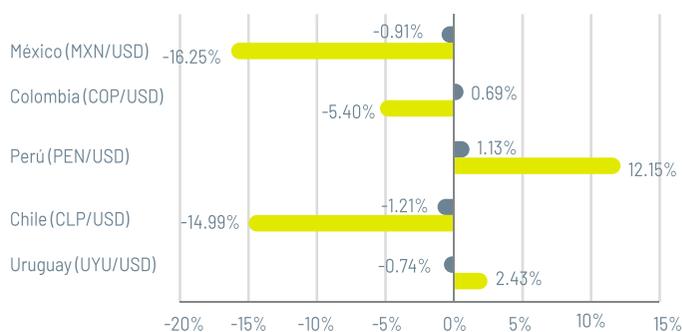
RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

MERCADO INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

MERCADOS LOCALES

MÉXICO: México, económicamente hablando, se encuentra frente a la oportunidad de poder capitalizar el dinamismo de recuperación en la economía norteamericana. Mientras se espera que Estados Unidos crezca cerca del 7% en 2021, la expectativa para México, principal socio comercial de aquel país contrasta con la realidad social, política y empresarial que se vive al interior. Con un proceso electoral a la vuelta, una sociedad polarizada, ataques entre el sector privado y público que causan incertidumbre, el peor desenlace sería que estos factores internos provocaran el desaprovechamiento de la ventaja competitiva y estratégica que te da el ser vecino de uno de los motores más importantes de la economía global.

PERÚ: El día 06 de junio se llevará a cabo la segunda vuelta de las elecciones presidenciales entre Pedro Castillo, candidato de Perú Libre, y Keiko Fujimori, candidata de Fuerza Popular. Según las últimas encuestas, el candidato de Perú Libre lidera la intención de voto por alrededor de 10pp, con 44%. El partido de Castillo, abiertamente de ideología comunista, propone, entre otras cosas, un cambio de Constitución, mayores impuestos a las corporaciones y una estatización de parte de la cadena productiva. Keiko Fujimori busca defender el modelo económico actual y evitar un posible gobierno de izquierda, sin embargo, arrastra un fuerte anti voto por la relación con su padre, Alberto Fujimori, y el juicio por lavado de activos que enfrenta. Hay que resaltar que el voto blanco/nulo se ubica en 20%.

COLOMBIA: En abril, el Gobierno introdujo la propuesta oficial de la reforma tributaria que se mencionó necesaria en el MFMP. El objetivo principal era recolectar ~1,4% del PIB neto, a través de la tributación de las personas naturales, IVA e impuestos a las personas jurídicas. Sin embargo, esta reforma fue rechazada ampliamente por partidos políticos y el resto de los ciudadanos, los cuales realizaron protestas para demostrar su disgusto en medio de una nueva ola de contagios. Dado lo anterior, el Gobierno retiró su propuesta de la reforma tributaria, y por consecuencia el Ministro de Hacienda renunció a su cargo, generando incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal del país. Una nueva propuesta se encuentra en redacción, esperamos que su recaudo sea menor a lo previsto inicialmente.

CHILE: Durante el mes de marzo el Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) experimentó una expansión de 6,4% superando ampliamente las expectativas de los analistas que se situaban en torno a un 5%, esta es la lectura más alta desde el año 2018, dentro de los sectores que destacan en su recuperación están los servicios y el comercio. Sin embargo, la lectura considera un importante efecto de base debido a la contracción económica experimentada durante marzo del año pasado dadas las restricciones a la movilidad ante la llegada de la pandemia. En ese contexto, la serie desestacionalizada y comparada, con respecto al mes anterior, experimentó una contracción de 1,6% debido a los retrocesos en las fases del plan de desconfinamiento de varias regiones del país ante un importante deterioro de la situación sanitaria. De todas formas, las restricciones ya han comenzado a surtir efecto y los casos se han ido reduciendo paulatinamente al igual que la ocupación de las camas UCI, adicionalmente, el país ha vuelto a acelerar el ritmo de vacunación tras una desaceleración de este ante la menor llegada de dosis al país. Actualmente, ya está calendarizada la administración de la vacuna para todos los ciudadanos mayores de 35 años lo que permitiría alcanzar un amplio porcentaje de la población objetivo a 45 días plazo, de mantenerse este ritmo el país podría alcanzar la inmunidad de rebaño hacia el tercer trimestre de este año y de esta forma acelerar el paso de la recuperación económica. y se comience a normalizar la actividad económica.

URUGUAY: Abril se ha transformado en el mes de mayor recrudescimiento de la pandemia, superando las 1500 muertes en el mes, más de la mitad del total de fallecimientos desde marzo de 2020 a la fecha, e incluso por momentos superando a Brasil en muertes por millón de habitantes. Los contagios activos llegaron a ser mayores al de un habitante por cada 100 y la capacidad hospitalaria muy cerca de alcanzar su límite de atención. A pesar de ello, si bien el Gobierno ha extendido las medidas que restringen la movilidad y dotado de mayores recursos a quienes se ven más afectados, la necesidad de modificar el marco regulatorio y las dificultades para hacer cumplir medidas más estrictas, siguen generando controversias entre el Gobierno y la oposición. Mientras, el avance en la vacunación genera optimismo.

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY



EE. UU.

Estados Unidos se sigue posicionando como nuestro país favorito dentro de mercados desarrollados, el país está llevando a cabo un robusto proceso de vacunación que le ha permitido bajar los casos en más de un 80% desde el último peak y ya ha comenzado a levantar algunas restricciones a la movilidad de las personas. De mantenerse el ritmo de vacunación, se debería alcanzar la inmunidad de rebaño hacia el tercer trimestre de este año, sin embargo, las autoridades sostienen que la carrera se pone cuesta arriba en la recta final, ya que las personas que falta vacunar son las indecisas o las que viven alejadas de las ciudades por lo que la logística se complica. Durante el mes de abril, la administración de Joe Biden dio a conocer un tercer paquete fiscal con el objetivo de dar apoyo a niños, estudiantes y familias. El paquete tiene un tamaño de 1,8 billones de dólares y se descompone en 1 billón en inversiones y 800 mil millones en exenciones tributarias. Incluye mejorar el acceso al cuidado de los niños, permisos de paternidad, subsidios a la educación en sus diferentes etapas y una serie de partidas más. Este paquete se suma a los dos anteriores, uno de ayuda fiscal para hacer frente a la crisis causada por el coronavirus por 1,9 billones de dólares, el cual ya fue aprobado y un plan de infraestructura por 2,2 billones de dólares anunciado en meses anteriores y que aún debe negociarse con el Congreso. Desde el frente monetario, la Reserva Federal ha sostenido que las lecturas de inflación más abultadas que veremos los próximos meses, las cuales superarán el objetivo del banco central, serán transitorias, aludiendo a un efecto de base comparativa y a que las interrupciones de las cadenas de suministros que están presionando al alza los precios de algunos insumos se corregirán conforme se vaya normalizando la actividad económica mundial, dado lo anterior, mantendrán el estímulo monetario hasta ver una recuperación del mercado laboral, el cual, si bien ha mejorado, aún está lejos de alcanzar los niveles prepandemia, de hecho, las cifras de empleo fueron una

gran decepción en abril con la creación de 260 mil puestos de trabajo no agrícola versus el millón esperado. El optimismo que experimentan los norteamericanos en medio de la reapertura, junto con una gran cantidad de ahorros derivados de las transferencias directas realizadas por el Gobierno en un contexto de cierre económico y políticas fiscales y monetarias altamente expansivas han provocado un auge económico en el país. La reciente temporada de resultados sorprendió a los analistas por amplio margen, con más del 80% de las compañías reportando utilidades sobre lo esperado, entregando otro soporte al optimismo y si bien las valorizaciones se mantienen elevadas en lo relativo —con respecto a la renta fija— siguen siendo atractivas. Como riesgos a la visión consideramos el rumbo que podría tomar la administración de Joe Biden una vez superada la crisis de coronavirus, ya ha anunciado que sus últimos dos paquetes fiscales se financiarán mediante alzas de impuestos y su mayoría en ambas Cámaras podría facilitar el camino para políticas que puedan afectar al mercado. Adicionalmente, hemos visto un incremento en las tensiones internacionales con China por el conflicto existente entre el gigante asiático y Taiwán.

“Mantendrán el estímulo monetario hasta ver una recuperación del mercado laboral, el cual, si bien ha mejorado, aún está lejos de alcanzar los niveles prepandemia”.

Estados Unidos logra contener la tercera ola en medio de una robusta campaña de vacunación

Fuente: Bloomberg





EUROPA

“Como argumentos positivos, vemos la resiliencia de su sector manufacturero con lecturas de su PMI de 62,9 y una mejora en las cifras macroeconómicas”.

En la Eurozona mantenemos la neutralidad, si bien ha logrado mejorar los números de la tercera ola que afecta a la región, aún siguen presentes parte de las restricciones y sigue rezagada en la vacunación con respecto al Reino Unido y a Estados Unidos. Si la región no logra avanzar hacia la reapertura antes del verano, podríamos ver un importante impacto económico en los sectores de servicios, especialmente en los asociados al turismo, de hecho, la Eurozona entró en recesión técnica durante el primer trimestre de 2021 tras una contracción de su producto interno bruto. Adicionalmente, vemos un riesgo en la desaceleración de China dada la alta dependencia de las exportaciones de la región a la demanda del gigante asiático. Como argumentos positivos, vemos la resiliencia de su sector manufacturero con lecturas de su PMI de 62,9 y una mejora en las cifras macroeconómicas, lo que es recogido por el indicador de sorpresas. Adicionalmente, la política fiscal y monetaria sigue siendo altamente expansiva a través del Fondo de Recuperación Europeo y la inyección de liquidez al mercado por parte del Banco Central Europeo. Finalmente, su índice posee una sobreponderación de los sectores más value —que se verían beneficiados en la dinámica actual de mercado— con respecto a sus pares desarrollados como Estados Unidos.

En Reino Unido también mantenemos la neutralidad, el país lleva un exitoso proceso de vacunación que le ha permitido aplanar considerablemente las curvas, tanto de contagios como de muertes. De hecho, la administración de Boris Johnson delineó un plan de reapertura que considera la reapertura total de la economía el 21 de junio de este año, por lo que será la primera de las grandes economías en hacerlo. Por otro lado, los datos macros también presentan sorpresas positivas y su índice accionario una sobreponderación de sectores cíclicos como energía y financieras que también se ven beneficiadas del mayor dinamismo global. Dentro de los argumentos negativos para la región, encontramos el tema de los servicios, que quedaron fuera del acuerdo comercial del Brexit, donde destacan los servicios financieros, ya que aún no hay claridad respecto a posibles acuerdos que le permitan a Londres permanecer como polo financiero del continente. Por otro lado, avanzar en la reapertura total, sin haber alcanzado la inmunidad de rebaño podría generar una reaceleración de los contagios.

JAPÓN

En Japón mantenemos una posición neutral, vemos como argumento positivo a la recuperación de su sector exportador, muy importante para su índice, el cual se ha visto beneficiado por el mayor dinamismo a nivel internacional y por la depreciación que ha experimentado el yen durante los primeros meses del año. Adicionalmente, el Banco Central de Japón amplió el rango de movimiento del JGB a 10 años en torno a un 0% ayudando a aliviar al sector financiero, además de subvencionar a los bancos para amortiguar el impacto de las tasas negativas. Sin embargo, el país está atravesando una nueva ola de contagios que forzó a las autoridades a declarar un nuevo estado de emergencia en tres prefecturas, incluyendo a Tokio y Osaka, lo que retrasaría la recuperación, especialmente del consumo. Finalmente, el primer ministro Suga mantiene una baja aprobación, lo que pone en riesgo la continuidad de la estabilidad política.



EMERGENTES

Dentro de emergentes contamos con preferencia por Latinoamérica, principalmente a través de Brasil. Si bien, el gigante latinoamericano ha sido uno de los países más afectados por el coronavirus y su situación sanitaria sigue deteriorada, en semanas recientes hemos visto signos de mejora y un avance en el proceso de vacunación. Adicionalmente, hemos visto un compromiso del Gobierno por alcanzar la estabilidad fiscal por medio de reformas y su índice tiene una correlación positiva con el petróleo dada su característica de país productor, por lo que se ve beneficiado por las perspectivas positivas para el crudo. Lo anterior se da en un contexto de atractivas valorizaciones. Como riesgos a la tesis vemos el escenario político, donde, tras su liberación, el expresidente Lula da Silva ha señalado que será candidato en las elecciones del próximo año. En Asia emergente contamos con una posición neutral, China—principal país de la región— fue uno de los primeros en superar la crisis económica gatillada por el coronavirus y ya lleva varios meses con índices de actividad en terreno expansivo, sin embargo, las autoridades están aprovechando la recuperación para moderar la política monetaria y fiscal a través de un crecimiento más acotado del crédito y del gasto público, adicionalmente, está impulsando una serie de regulaciones en mercados clave como el financiero, tecnológico e inmobiliario, para asegurar la estabilidad en el largo plazo y proteger a los consumidores, también están impulsando medidas de sostenibilidad en algunas industrias, lo anterior podría impactar a la cotización

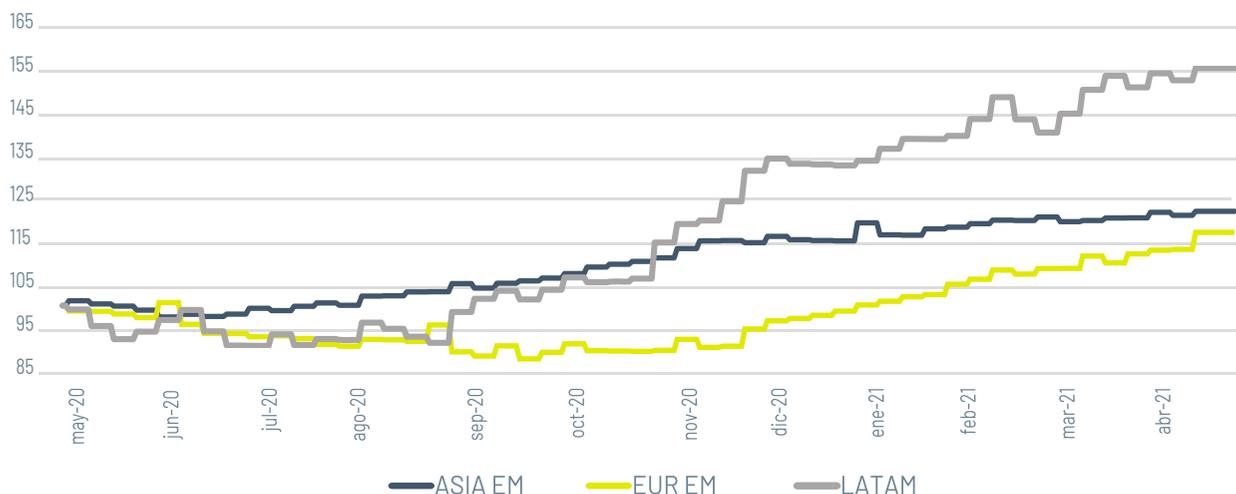
de los activos de riesgo por lo que mantenemos la cautela. En Europa emergente también mantenemos la neutralidad, si bien la región muestra una recuperación económica y contamos con una visión positiva del petróleo —principal exportación de Rusia— mantenemos la cautela ante un permanente riesgo geopolítico, una muestra de ello fue el despliegue de tropas en la frontera con Ucrania que captó la atención de los medios internacionales durante el mes pasado.

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

Expectativas de utilidad con marcada tendencia al alza en Latinoamérica

EPS FWD

Fuente: Datastream



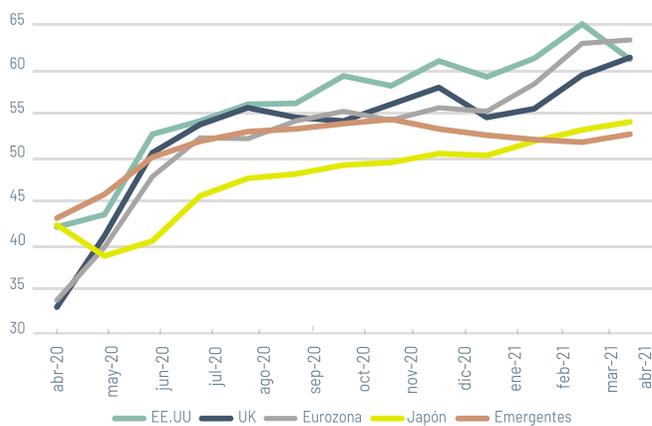
ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

Contamos con una alta convicción en renta variable con un doble sobreponderar, si bien el coronavirus sigue golpeando al mundo y la situación se ha complicado bastante en el sur de Asia, los inversionistas siguen mirando hacia el futuro y encuentran fundamentos para su optimismo en los países que van más avanzados en la vacunación, como Israel, Reino Unido y Estados Unidos que han logrado aplanar las curvas y comenzar a levantar las restricciones a la movilidad, lo que ya comienza a reflejarse en las cifras macroeconómicas donde la recuperación comienza a consolidarse. Esta visión está alineada con nuestros modelos cuantitativos. En oro mantenemos una posición neutral, si bien se detuvo el avance en las tasas de interés reales —las cuales tienen una fuerte correlación negativa con el metal precioso— consideramos que este escenario de mayor apetito por riesgo es desfavorable para su cotización. Finalmente, utilizamos la renta fija para financiar, por ello contamos con un doble subponderar en la categoría. Si bien las tasas de interés nominales también vieron un freno en su movimiento al alza, consideramos que, eventualmente, lo retomarán dado el contexto de mayor crecimiento e inflación asociado a la recuperación económica conforme las economías van reabriendo.

Reactivación se mantiene en todas las regiones

Fuente: Datastream

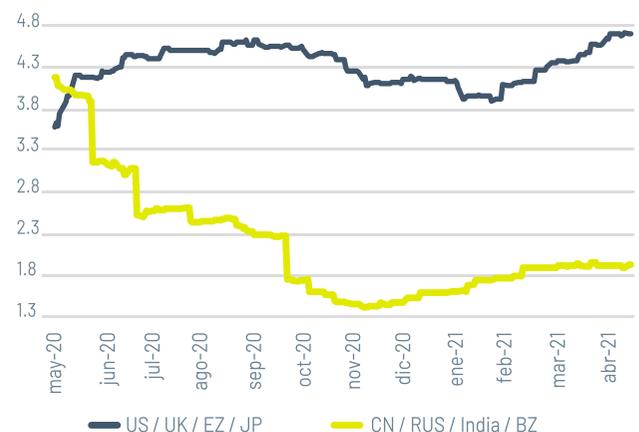


¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Mantenemos una visión positiva en ambas categorías. Si bien el mundo desarrollado se enfrenta a una situación sanitaria mucho menos compleja y la vacunación avanza a una tasa mucho mayor, también vemos en las positivas perspectivas para los commodities y en las atractivas valorizaciones argumentos positivos para mercados emergentes. Dentro de desarrollados Estados Unidos sigue siendo nuestro preferido debido al auge económico que experimenta en un contexto de políticas monetarias y fiscales altamente expansivas y un levantamiento paulatino de las medidas de restricción a la movilidad. En el resto de desarrollados mantenemos una posición neutral, ya que si bien tienen argumentos a favor aún presentan riesgos que no se han disipado. Dentro de emergentes nuestra región preferida es Latinoamérica donde nos exponemos a través de Brasil. El gigante latinoamericano ha logrado mejorar los números del coronavirus en semanas recientes y hemos visto un compromiso del Gobierno por mejorar la sostenibilidad fiscal por medio de reformas que son muy importantes para el país, además, sus acciones presentan valorizaciones atractivas. Finalmente, tanto en Asia como en Europa emergente mantenemos la neutralidad. China impulsa un proceso de desaceleración controlada y cambios regulatorios que podrían contrarrestar el efecto de la reactivación y golpear a los índices accionarios mientras que Rusia presenta positivos fundamentos, sin embargo, se enfrenta a un permanente riesgo geopolítico.

Expectativas de crecimiento para este año repuntan en desarrollados y emergentes

Fuente: Bloomberg

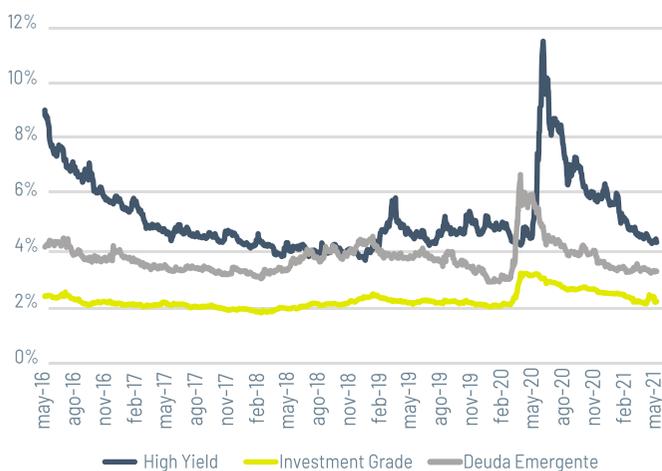


RENTA FIJA INTERNACIONAL

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

Positivos retornos en la Renta Fija, tanto por compresión del spread como por caídas en la base

Fuente: Bloomberg



COMMODITIES

Durante el mes de abril, los commodities extendieron el avance que han tenido en lo que va de este año. El cobre se apreció en torno a un 12% mientras que el petróleo lo hizo en un 7,5%. En ambas materias primas mantenemos una visión positiva. En el metal rojo se fundamentan en los paquetes fiscales post coronavirus que serán invertidos en infraestructura y electromovilidad la cual consume una cantidad considerablemente mayor que la movilidad tradicional. Adicionalmente, la oferta se ha visto impactada por las restricciones aplicadas durante el año pasado y comienzos de este. Como riesgos a la tesis vemos la desaceleración controlada que está llevando a cabo China. Con respecto al petróleo, consideramos que la OPEP+ está aumentando su producción de forma paulatina y a un ritmo que es capaz de ser absorbido por la demanda, la cual debería comenzar a acelerarse hacia el segundo semestre, conforme más economías vayan reabriendo. Como riesgos a la tesis, vemos la situación sanitaria de la India, tercer consumidor mundial de crudo y eventuales desacuerdos en las próximas reuniones de la OPEP.

Commodities avanzaron en abril en medio del optimismo por la reapertura

Fuente: Bloomberg



PRINCIPALES SUPUESTOS PARA LA ESTRATEGIA

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

PRINCIPALES RIESGOS DE NUESTRA ESTRATEGIA GLOBAL

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

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





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana es una de las de mejor rendimiento en lo que va del año (+8%) y está transando a un descuento importante bajo varias métricas: por P/E forward transa a 16x, en línea con su promedio histórico de 15 años. Sin embargo, los descuentos se ven más claros bajo otras métricas: en términos de EV/EBITDA, está por debajo de su historia, mientras que por P/Sales and P/BV basis México se ve casi dos desviaciones estándar por debajo de su promedio. Como principal catalizador vemos las revisiones al alza en utilidades que debería continuar, sobre todo apoyadas en el sector materiales que fue el que mayores sorpresas registró en la temporada de resultados del 1T21.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Durante abril, la presión que la curva de bonos del tesoro había ejercido sobre las curvas locales disminuyó. A pesar de lo anterior, los activos de renta fija reportaron resultados mixtos. Por un lado, la curva nominal reportó incrementos, claramente visibles en los nodos medios y largos que promediaron 10 básicos. Por otro lado, las tasas reales descendieron de manera importante en aquellos nodos de corto plazo, mientras que la parte media y larga también subió. Lo anterior ante datos de inflación al alza, que le devuelve atractivo a los papeles udizados; sin embargo, mantenemos cierta cautela ante potenciales incrementos en la prima de riesgo local.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Al cierre de abril, el dólar había registrado una apreciación del ~1,67% frente a la moneda local. Si bien, la dinámica de recuperación respaldaría que la moneda estadounidense mantuviera una tendencia de apreciación, las monedas de países como México que forma parte del grupo de emergentes en Latinoamérica también muestran cierto potencial de crecimiento ante un escenario de mayor apetito por riesgo. Dicho lo anterior, se prevé que el dólar se mueva de forma lateral, más que con alguna tendencia, alcista o bajista, muy marcada de cara al cierre de año.

TASAS DE INTERÉS

Después de haber disminuido la presión desde los bonos del tesoro americano, las tasas locales reportaron datos mixtos durante abril. La curva nominal reportó subidas, que fueron más marcadas en la parte media y larga promediando 10 puntos base de incremento, y que se explican por la cautela de inversionistas ante eventos locales. Por otro lado, la curva de bonos ligados a la inflación, también reportaron subidas entre nodos medios y largos; sin embargo, la parte corta registró descensos que promediaron 40 puntos base. Esto último ante una dinámica alcista en precios de mercancías y servicios que devuelve atractivo a los Udibonos.

INFLACIÓN

La inflación en México reportó un incremento de 0,33%, con lo que alcanzó durante abril 6,08% anual. Este hecho se sustentó en el aumento en los precios de mercancías y agropecuarios, principalmente. En dicho periodo, el índice de precios subyacente tuvo un incremento de 0,37% mensual, 4,13% anual, donde las mercancías y servicios aumentaron 0,44% y 0,28%, respectivamente. Sin embargo, dentro del componente más volátil que subió 0,21% respecto al mes previo y 12,34% en términos anuales, los precios de productos agrícolas registraron un alza de 2,61%, mientras los energéticos retrocedieron 1,49% mensual. Con este hecho no se vislumbran en el corto plazo ajustes adicionales a la tasa de política monetaria de Banxico.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación alcanzando niveles de 6%, prácticamente se elimina el espacio para que el banco central haga algún ajuste adicional a su tasa de política monetaria, misma que permanecería en 4% durante 2021. Por otro lado, a pesar de que la inflación se mantenga por fuera del rango objetivo del banco (3%, +- 1%), mientras la FED no haga ajustes y los riesgos internos de corto y mediano plazo que pudieran obstaculizar la recuperación económica no se disipen, es difícil pensar que en el futuro inmediato Banxico pudiera incrementar su tasa como ya ha sucedido en otras economías emergentes.





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En el mes de abril, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima se contrajo 10,4%. Las acciones mineras rindieron -0,1% en el mes, con Buenaventura retrocediendo 3,1% y Southern Copper apreciándose 2,3%. La construcción cayó 13,9%, con Aenza, Unacem y Ferreycorp retrocediendo 29,5%, 11,8% y 17,8%, respectivamente. El sector consumo disminuyó en 12,2%, con InRetail y Alicorp cayendo 16,3% y 10,6%, respectivamente. Utilities se contrajo 18,6%. Los papeles financieros retrocedieron 12,5%.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Tras las primeras encuestas lideradas por Castillo en abril, el tipo de cambio se disparó a un máximo histórico de 3,88, para luego regresar alrededor de 3,75 a medida que la diferencia entre candidatos se redujo. Como comentábamos anteriormente, el nivel máximo dependerá de la moderación de las propuestas de Castillo, pero representa sin duda un riesgo al alza hacia los 4,00 soles por dólar. En caso de una victoria de Keiko Fujimori, esperaríamos una disminución hacia un rango de 3,65-3,80 soles por dólar, con marcados riesgos al alza ante la fragmentación del Congreso que restará gobernabilidad al ganador.

INFLACIÓN

En abril, el IPC de Lima Metropolitana disminuyó 0,1% m/m y acumuló una variación de 2,38% en los últimos doce meses. El gran grupo Alimentos y Bebidas retrocedió 0,62% m/m e impactó el índice en 0,25%. Mientras que Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad (+0,86% m/m); Cuidados y Conservación de la Salud (0,27% m/m); y Transportes y Comunicaciones (+0,15% m/m) aportaron en conjunto 0,13% al índice. La inflación a nivel nacional en marzo fue 0,05%, acumulando 2,57% en los últimos doce meses. Las expectativas de inflación a doce meses se ubicaron en 2,2%.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Durante abril las tasas subieron 50 bps promedio en toda la curva, en 60 días las tasas han subido 0,88% en promedio. El spread de la curva local vs. el treasury se ha estabilizado en 400 bps. Tiene una desviación de 16 veces respecto de su z-score. En estos spreads preferimos estar neutrales. El riesgo de que Castillo gane la elección no es menor. Sin embargo, vemos que el mercado debería reaccionar positivamente a las siguientes encuestas en las que se espera que Keiko acorte distancia.

TASAS DE INTERÉS

La curva soberana subió en promedio 50 puntos básicos en abril, con incrementos guiados principalmente por la incertidumbre de las elecciones presidenciales. Asimismo, observamos que la curva soberana continuó empujándose. Esto se explica, principalmente, por la salida de parte los inversionistas extranjeros de los bonos soberanos; en efecto, realizaron ventas por más de S/ 2,6 billones en el mes de marzo. El spread del bono a 10 años del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. se mantiene alrededor de 375 bps, por encima del promedio de 280 bps de los últimos dos años. Esperamos que el spread se mantenga en estos niveles hasta la segunda vuelta electoral.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Directorio del BCRP dejó la tasa de referencia en 0,25%. La decisión se sostiene en una inflación reduciéndose de 2,6% a 2,4% entre marzo y abril, tras la reducción de impulsos transitorios; y expectativas de inflación en 2,2%. Destaca además que los indicadores de expectativas empresariales se han recuperado y ya se ubican en el tramo optimista. El Directorio recomienda mantener una postura expansiva durante un período prolongado mientras persistan los efectos negativos de la pandemia en la economía y espera una recuperación de la economía global en línea con los procesos de vacunación.



CHILE

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante el mes de abril la bolsa local experimentó una caída de 7,4% medido en dólares, esto se debe principalmente al recrudescimiento de la crisis política que el país experimenta desde octubre de 2019. Durante el mes se aprobó un tercer retiro de un 10% de los fondos de pensiones que llevó al Gobierno a recurrir al tribunal constitucional para frenar su promulgación, tal como ocurrió con el segundo retiro. Sin embargo, el tribunal declaró inadmisibles los recursos y ni siquiera debatió acerca de su constitucionalidad, esto fue un duro golpe para el Gobierno que no ha sido capaz de alinear a sus parlamentarios y cuenta con una baja aprobación ciudadana. Esto sentó un mal precedente, ya que en el Congreso se discuten una serie de iniciativas inconstitucionales como lo son una serie de ayudas económicas a la población, un royalty minero y un impuesto al patrimonio, todas iniciativas exclusivas del presidente. Dentro de los sectores más afectados encontramos al Real Estate dado que se enfrenta al agravante de una deteriorada situación sanitaria que mantiene las restricciones en gran parte del país.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dentro de renta fija local, pasamos de un leve corto a un neutral en duración tras la importante subida que experimentaron las tasas de interés de mercado en el país. Adicionalmente, debido a que han corregido a la baja las expectativas de inflación futura mantenemos posiciones en tasa real. Finalmente, contamos con una sobreponderación de papeles corporativos dado el escenario de mayor apetito por riesgo.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Pese al ruido político que se experimentó dentro del país, otros factores pesaron más y el peso chileno se apreció un 1,2% durante abril. En primer lugar, el cobre, principal fuente de dólares del país ha continuado con su fuerte avance apreciándose más de un 12% durante el mes ante una oferta que ha sufrido con las restricciones sanitarias y una fuerte demanda ante la recuperación económica e importantes paquetes de estímulo fiscal en diferentes países, muchos de los cuales apuntan a un fortalecimiento del electromovilidad y las energías renovables. Por otro lado, la aprobación de un nuevo retiro de los fondos de pensiones fuerza a las administradoras a liquidar una importante cantidad de activos internacionales y vender los dólares en el mercado local para obtener la liquidez necesaria para pagar los rescates.

TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de abril las tasas tuvieron — en general— un comportamiento al alza. En línea con el ruido político que experimenta el país y la liquidación de activos locales para pagar el tercer retiro del 10% de los fondos de pensiones. En promedio, las tasas en UF subieron 60 puntos base mientras que las tasas en pesos lo hicieron en 50. Por su parte, los papeles corporativos también experimentaron alzas promediando en torno a 70 puntos base los denominados en UF y 60 los denominados en pesos.

INFLACIÓN

Durante el mes de abril la inflación en Chile sorprendió al alza a los analistas con una lectura de 0,4% versus un 0,3% esperado. Con esto la inflación acumulada del 2021 se ubicó en 1,6% mientras que la lectura en doce meses se aceleró a un 3,3% desde el 2,9% en marzo. De todas formas, la inflación subyacente aún se encuentra contenida. De las doce divisiones que componen el indicador diez tuvieron incidencias positivas, dentro de las que destacan alimentos y bebidas no alcohólicas (+0,8%) y vivienda y servicios básicos (+0,4%), dentro de las bajas destaca vestuario y calzado con un retroceso de 2,4%.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

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



COLOMBIA

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En abril, el COLCAP presentó una caída de 6,7% m/m, acumulando en el año una rentabilidad negativa de 20,4%, influenciado por el retiro de la reforma tributaria por parte del Gobierno, el cual causó una reacción negativa en el mercado, nublando las perspectivas fiscales del país, aumentando la posibilidad de pérdida de grado de inversión y generando disturbios sociales en las principales ciudades, en medio de una nueva ola de contagios de COVID-19. Dicho lo anterior, periodos de alta volatilidad podrían persistir. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento económico para Colombia se mantienen positivas, el avance del programa de vacunación y las expectativas positivas en el precio del petróleo, son factores que podrían soportar el mercado. Mantenemos una postura neutral.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

La deuda pública local presentó desvalorizaciones importantes en los últimos días de abril, en medio de la discusión de la reforma tributaria y la fuerte oposición por parte de partidos políticos y de la opinión pública. Lo anterior, aumenta la probabilidad de perder grado de inversión, lo que implicaría una salida de flujos internacionales y un aumento en el costo de financiamiento. Sin embargo, el desenlace dependerá de la capacidad de recaudo de la nueva propuesta, la cual está siendo discutida con varios partidos para lograr un consenso.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global presentó una caída de 2,09% m/m (DXY), explicado por el nuevo paquete de estímulo de Estados Unidos, y el mensaje por parte de la FED de mantener su política monetaria expansiva por un largo periodo de tiempo, contrario a lo que espera el mercado. Sin embargo, el peso colombiano presentó una depreciación de 0,69% m/m, dado el retiro de la propuesta de la reforma tributaria, las nubladas perspectivas fiscales del país, la posibilidad de perder grado de inversión y las manifestaciones sociales, con actos violentos en algunas ciudades. A pesar de las perspectivas positivas del petróleo, el ritmo de vacunación y la recuperación económica del país, factores que deberían beneficiar a la moneda, podríamos presenciar periodos de volatilidad.

TASAS DE INTERÉS

En abril, la curva local no presentó movimientos significativos en comparación al mes anterior, solamente un empinamiento en la parte media. Lo anterior, dado al progreso del programa de vacunación, se conservan las perspectivas positivas para el precio del petróleo y las expectativas de crecimiento. En adelante, los rendimientos dependerán de la eficiencia y velocidad en los planes de vacunación, la trayectoria del virus, la reactivación económica, las expectativas de inflación y movimientos en las tasas de interés.

INFLACIÓN

En abril, la inflación presentó una variación mensual de 0,59%, mayor al consenso del mercado (0,32%). Este resultado estuvo explicado por las contribuciones mensuales positivas de 10 rubros, principalmente Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,34%) y Alojamiento y servicios públicos (0,14%), por un ajuste de los cánones de arrendamientos. Dos divisiones presentaron contribuciones mensuales negativas, Información y comunicación (-0,05%) y Prendas de vestir y calzados (-0,01%), dado la entrada de un nuevo competidor y descuentos en los precios de prendas.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En la reunión de abril, la Junta Directiva del Banrep decidió mantener la tasa de política monetaria en 1,75%. Según el banco, la decisión final tuvo en cuenta la tendencia positiva en la actividad económica durante el primer trimestre del año, a pesar de las restricciones de movilidad, y la inflación anual de marzo (1,52%), la cual fue inferior a la meta. Sin embargo, las nubladas perspectivas fiscales del país, el incremento de la tasa de desempleo y de personas clasificadas como pobres, junto a un aumento de contagios, son riesgos que generan incertidumbre sobre futuras decisiones de la tasa de política monetaria.





URUGUAY

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las cifras de comercio exterior, más concretamente de exportación de bienes, registraron un fuerte aumento en abril (+29,4% yoy) y consolidaron en el primer cuatrimestre del año la recuperación que venimos observando desde fines del 2020 (+23,6% yoy). Si bien la base de comparación contra igual periodo del año pasado es baja, hay que remontarse a junio de 2017 para encontrar un registro mensual más alto al de abril de este año. Esta mejor performance se explica tanto en mayores volúmenes como en precios exportados. En otro orden, Uruguay junto a Brasil ingresaron una propuesta para flexibilizar el Mercosur y revisar el arancel externo común, la cual será considerada en una reunión extraordinaria de cancilleres a mediados de mayo, esto a pesar del desencuentro en la última cumbre.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Una mayor divergencia en relación con la recuperación post pandemia, con China y sobre todo Estados Unidos sacando ventaja en la delantera, mientras en el resto del mundo un ritmo de vacunación más lento y nuevas olas de contagios sobrepasan registros previos con la necesidad de volver en algunos casos a los confinamientos, genera incertidumbre sobre la estabilidad en las condiciones financieras. A nivel local, luego de varios meses con tasas en moneda local a la baja, empezamos a ver un cambio en esta tendencia. El avance del dólar en el mes de marzo dejó un tanto incómodo al banco central, quien salió a ponerle freno mediante ventas a futuro y convalidando tasas más altas en las licitaciones a mayores plazos. En este contexto mantenemos la preferencia por activos de corto plazo.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar en abril registró un descenso de 0,86%, acumulando en el año una variación positiva de 3,45%. Si bien a nivel de países desarrollados hubo una clara tendencia al debilitamiento del dólar, en los países emergentes el comportamiento fue mixto. Una recuperación más rápida de los primeros, donde algunos bancos centrales comienzan a hablar de una progresiva normalización de la política monetaria puede explicar este mayor fortalecimiento. En tanto en América Latina al igual que en muchos países emergentes, los riesgos políticos y sanitarios locales prevalecieron por sobre la expansión del comercio mundial, que suele reflejarse en mejores performances de las monedas emergentes. A nivel local, de mantenerse el nivel actual de tasas, vemos espacio para un nuevo avance del dólar en Uruguay.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional aumentaron entre 5 y 40 pbs durante el mes de abril, observándose la mayor variación en el tramo corto hasta a 1 año, lo que significó un aplanamiento de la curva. Las tasas de interés en unidades indexadas tuvieron un comportamiento heterogéneo, mostrando un aumento promedio de 70 pbs en el tramo corto hasta 3 años, un descenso promedio de 10 pbs entre 4 y 20 años y estabilidad en los plazos más largos. Por último, las tasas en dólares americanos tendieron a pronunciar el empinamiento de la curva, registrando un descenso promedio de 25 pbs en el tramo corto-medio y estabilidad en el tramo medio-largo. No obstante, el movimiento de los bonos del tesoro de los EE. UU. tendió hacia el aplanamiento, lo que hizo que el spread promedio permaneciera estable.

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor aumentó 0,5% durante abril a partir del impulso en el precio de las carnes (+0,67%), leche, queso y huevos (+1,47%), legumbres y hortalizas (+1,14%), prendas de vestir y calzado (+1,93%) y transporte (1,37%). Este registro se ubicó ligeramente por debajo de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,57%) y la variación de los últimos doce meses descendió a 6,76% — desde 8,34% en marzo—. Con esto la inflación global reingresa al rango meta (entre 3% y 7%) luego de 3 años y continúa su senda de desaceleración. No obstante, una vez más el componente tendencial se ubicó por encima del global señalando que las presiones subyacentes aún persisten. Las autoridades vuelven a discutir un posible aumento en los combustibles.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 26 de marzo tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió por unanimidad de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 4,5%. Esta instancia de política monetaria expansiva busca acompañar la actual coyuntura, donde se privilegia el aseguramiento de la liquidez. No obstante, se reiteró el compromiso con una senda monetaria consistente con el objetivo de inflación, y en consecuencia cuando se supere la emergencia (segundo semestre) se comenzará con un aumento gradual de la TPM.





INVESTMENT MANAGEMENT