

# One House View

Mantenemos una visión positiva  
en renta variable

• Septiembre 2021 •



# TABLA DE CONTENIDO

## 1 Resumen de la estrategia

Mantenemos una visión positiva para renta variable, aunque disminuimos levemente la convicción.

• [Página 3](#) • [ir](#)

## 2 Visión global de los mercados

¿Cuándo podría darse un alza de tasas? Para dar respuesta a esta pregunta, planteamos un análisis de la inflación y el empleo.

• [Página 5](#) • [ir](#)

## 3 Resumen económico y de mercados

Los mercados desarrollados tuvieron un óptimo desempeño a la cabeza de Estados Unidos y la Eurozona.

Retornos de mercado

• [Página 7](#) • [ir](#)

EE. UU.

• [Página 9](#) • [ir](#)

Japón

• [Página 10](#) • [ir](#)

Europa

• [Página 10](#) • [ir](#)

Emergentes

• [Página 11](#) • [ir](#)

## 4 Estrategia de inversiones

Mantenemos una marcada preferencia por mercados desarrollados sobre los emergentes.

• [Página 12](#) • [ir](#)

## 5 Análisis por países

En Latinoamérica, contamos con una visión positiva en México y Colombia.

México

• [Página 15](#) • [ir](#)

Colombia

• [Página 18](#) • [ir](#)

Perú

• [Página 16](#) • [ir](#)

Uruguay

• [Página 19](#) • [ir](#)

Chile

• [Página 17](#) • [ir](#)

# RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

SEPTIEMBRE

## Estados Unidos y la Eurozona son nuestras mayores convicciones

Pese a que disminuimos un poco la convicción por renta variable en meses anteriores, mantenemos la sobreponderación allí. En nuestro escenario base recogemos que, aun cuando el pico de crecimiento ya se alcanzó en algunas regiones, sus economías crecerán por encima del potencial durante los próximos trimestres, lo que favorecerá las acciones sobre los bonos.

Así, dentro de renta variable mantenemos preferencia por desarrollados sobre emergentes, siendo Estados Unidos y la

Eurozona los máximos favorecidos debido al avanzado proceso de vacunación que llevan y al sólido soporte fiscal y monetario que inyectan a sus economías.

De cara a emergentes, mantenemos una visión poco constructiva tanto en China como en Latinoamérica. En cuanto al gigante asiático, su economía sigue en una desaceleración controlada perpetrada por mayores regulaciones al sector privado. Respecto a América Latina, observamos preocupaciones sobre la estabilidad fiscal de Brasil, país más importante de la región. Por otro lado, mantenemos la neutralidad en oro: su característica de refugio contra la inflación no se materializa a pesar de las altas lecturas de los últimos meses en el indicador de precios. Además, en la medida en que la recuperación económica global se sostenga, consideramos que las

tasas de interés deberían retomar el alza en sus *yields*, por lo que el metal precioso puede ser vulnerable debido a su relación inversa con dichos rendimientos.

Utilizamos la renta fija como financiador. Allí contamos con una visión positiva en papeles *High Yield* ante el mayor dinamismo en la economía global. Además, mantenemos la neutralidad en títulos *Investment Grade* y Deuda emergente, tanto en moneda local como moneda dura, debido a la desaceleración de China. Por último, en Bonos del Tesoro sostenemos la subponderación: como lo mencionamos, la recuperación internacional debería retomar la senda alcista de las tasas de interés.



		LATINOAMÉRICA					
		Convicción	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú
↑ MAYOR PREFERENCIA	Strong Overweight	Alta					
		Baja					
	Overweight	Alta					
		Baja		●	●		
Neutral					●		
↓ MENOR PREFERENCIA	Underweight	Baja	●				●
		Alta					
	Strong Underweight	Baja					
		Alta					

## DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

### ESTADOS UNIDOS

Mantenemos la sobreponderación al encontrarse en la mejor posición para hacer frente a la pandemia desde el punto de vista económico y sanitario. Pese a que diferentes cifras macro, como el PMI o las ventas *retail*, tuvieron una caída debido a la reciente ola de coronavirus, sus números siguen marcando una tendencia alcista y se mantienen ubicados en terrenos expansivos. Por otra parte, las cifras de empleo de septiembre y octubre serán claves para el futuro de la política económica, especialmente en cuanto al *tapering* y posible aumento de tipos de interés.

### EUROPA

Sostenemos la sobreponderación en su renta variable debido a su óptimo proceso para enfrentar la pandemia. En este sentido, los índices de la región tienen una exposición al factor *value*, lo que nos permite beneficiar a aquellos sectores que se ven favorecidos por la reapertura y una mayor demanda por los estímulos monetarios y fiscales. No obstante, seguimos monitoreando riesgos como el debilitamiento de las sorpresas económicas, la desaceleración de China y las valorizaciones de sus activos internos que son poco atractivas en comparación con su propia historia.

### JAPÓN

Si bien sobreponderamos la renta variable nipona, tenemos una baja convicción allí. Por un lado, el país presenta un rezago con respecto a otras regiones, lo que representa una oportunidad de alza en los fundamentos económicos. Sin embargo, la dinámica interna no logra recuperarse por las condiciones sanitarias que se han deteriorado. Además, se estima que en el corto plazo se llamará a elecciones esperando a que el partido de Suga mantenga la mayoría, por lo que no debería impactar el mercado japonés.

## EMERGENTES

### LATINOAMÉRICA

Mantenemos la subponderación, principalmente por los ruidos políticos. En Brasil, si bien se avanzó en reformas estructurales para la sostenibilidad fiscal, han surgido problemáticas que ponen en duda la estabilidad del gasto del país. Además, la caída de los precios del hierro y del petróleo impacta a uno de los sectores más grandes del índice carioca, aunque, en el crudo vemos mayor estabilidad. Finalmente, notamos una mayor incertidumbre de cara a las elecciones de 2022.

### ASIA EMERGENTE

Sostenemos la visión negativa ante la continua desaceleración controlada de China, la cual está teniendo un impacto más allá de lo estimado, como lo recoge el PMI manufacturero de Caixin que cayó en terreno contractivo. A pesar de que el Gobierno Central tiene por objetivo aumentar la intervención estatal en los sectores privados para estabilizar la economía interna, dichas actuaciones están impactando al sentimiento de mercado.



# ¿EN QUÉ FASE DEL CICLO ECONÓMICO NOS ENCONTRAMOS?

## VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

**La recesión causada por el avance del coronavirus a nivel mundial fue la más aguda y corta de la historia.**

**Luego, de la mano de un mayor conocimiento sobre el comportamiento del virus y con la llegada de las vacunas, se comenzaron a reabrir las economías.**

**Esto provocó una rápida recuperación económica, especialmente en Estados Unidos.**

**Esto llevó a los agentes de mercado a cuestionarse cuándo comenzaría el fin de la política monetaria ultra-expansiva.**

**Presidente de la Reserva Federal, nos dio más luces de cómo sería el proceso.**

**Esperan comenzar con el proceso de reducción de compras de bonos (tapering) a finales de este año.**

**Fue enfático en que el proceso de tapering no es una hoja de ruta para comenzar un proceso de alzas de la tasa de referencia.**

**Aún es necesario ver un mercado laboral que se acerque al pleno empleo.**

La recesión causada por el avance del coronavirus a nivel mundial fue la más aguda y corta de la historia. Esto se explica por la inusual característica de esta crisis: fue originada por un factor externo al sistema financiero –la pandemia– que obligó a las autoridades a poner a las economías en una especie de pausa forzosa, donde solo podían operar las actividades consideradas esenciales. Esto, a su vez, generó la pérdida de millones de puestos de trabajo y, para hacer frente a ello, autoridades fiscales y monetarias desplegaron grandes cantidades de recursos en magnitudes que no tenían precedente, especialmente en el mundo desarrollado, pero sin menospreciar el esfuerzo que hicieron los países emergentes dentro de sus posibilidades. Luego, de la mano de un mayor conocimiento sobre el comportamiento del virus y con la llegada de las vacunas, se comenzaron a reabrir las economías, nuevamente mostrando la desigualdad entre el mundo desarrollado y el emergente. Esto provocó una rápida recuperación económica, especialmente en Estados Unidos. La creciente demanda apuntalada por importantes estímulos, algunos en forma de transferencias directas a la población, junto con cadenas de suministro que intentan volver a funcionar con normalidad tras haber interrumpido su funcionamiento, generaron presiones inflacionarias llevando a las lecturas anuales a niveles no vistos en décadas. Esto llevó a los agentes de mercado a cuestionarse cuándo comenzaría el fin de la política monetaria ultra-expansiva que la Reserva Federal tomó hace más de catorce meses.

Finalmente, tras la reunión –virtual, por segundo año consecutivo– de Jackson Hole, Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, nos dio más luces de cómo sería el proceso. Señaló que la economía

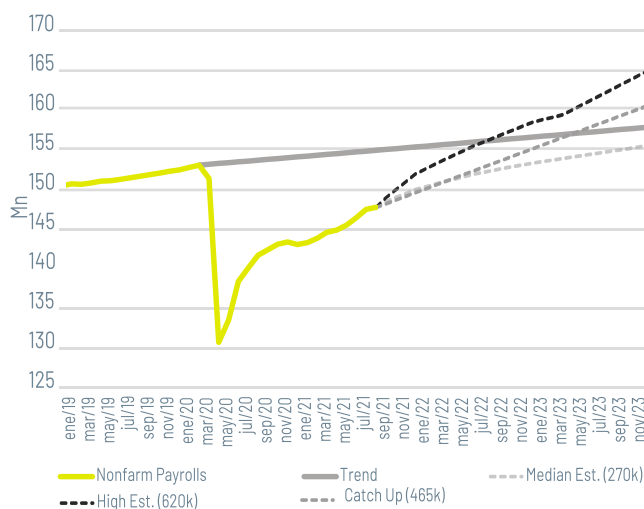
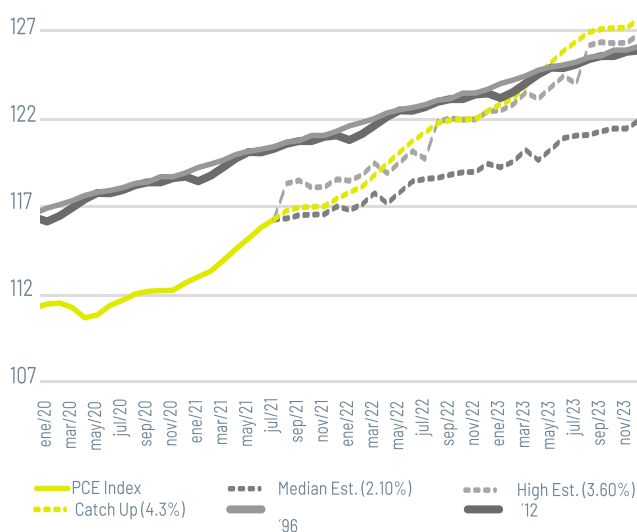
norteamericana ha experimentado una rápida recuperación y que ya no necesita tanto apoyo como el que el Banco Central está proporcionando. Por ello esperan comenzar con el proceso de reducción de compras de bonos (*tapering*) a finales de este año. Sin embargo, fue enfático en que el proceso de tapering no es una hoja de ruta para comenzar un proceso de alzas de la tasa de referencia de la Reserva Federal. Es decir, no necesariamente cuando las compras mensuales de bonos lleguen a cero comenzarán a subir la tasa de política monetaria. Powell sostuvo que se ha avanzado en materia inflacionaria, insistiendo en que la actual aceleración de los precios es un fenómeno transitorio, y que ha habido progreso en el mercado laboral. Sin embargo, aún es necesario ver un mercado laboral que se acerque al pleno empleo a la hora de pensar en un alza de tasas.

Debido a la importancia del segundo mandato de la Reserva Federal –pleno empleo–, incluso el proceso de *tapering*, que se espera comience a finales de este año, será dependiente de los datos laborales de los próximos meses. Si no logran cumplir las expectativas, como ocurrió en los datos de agosto, podría retrasarse la reducción de compras.



## La Fed no estaría en condiciones de subir tasas en ningún momento del 2021, 2022 o 2023

Fuente: Bloomberg



**Sin embargo, ¿cuándo podría darse un alza de tasas? Para ello hay que realizar un análisis desde los dos enfoques antes mencionados: la inflación y el empleo.**

**Sería necesario ver lecturas anuales del PCE de 4,3%.**

**Sería necesario que la economía norteamericana cree cerca del doble de puestos de trabajo de la mediana de las estimaciones**

**Bajo estas estimaciones no deberíamos ver un aumento de tasas en ningún momento del 2021, 2022 ni 2023.**

Entonces, ya está más o menos claro cómo se desarrollará el proceso de *tapering*, si es que no hay sorpresas en los datos laborales o la aparición de alguna variante que vuelva a poner en jaque a la economía mundial. Sin embargo, ¿cuándo podría darse un alza de tasas? Para ello hay que realizar un análisis desde los dos enfoques antes mencionados: la inflación y el empleo.

En primer lugar, es necesario considerar que la Reserva Federal comenzó a hablar, de forma implícita, de un objetivo inflacionario del 2% anual por allá por 1996. Luego, en 2012, se trasladó en su objetivo explícito. Si extrapolamos la inflación, medida por el PCE, desde esos dos puntos en el tiempo con un crecimiento anual estable de 2%, obtenemos dos líneas similares (**ver gráfico, panel izquierdo**). Sin embargo, debido a las bajas lecturas inflacionarias de la última década, la inflación real está en un nivel mucho más bajo. Acá entra en juego la flexibilidad anunciada por la Reserva Federal el año pasado, donde se indicó que la inflación podría superar el objetivo de 2% en el corto plazo para compensar las menores inflaciones del pasado sin la necesidad de gatillar un alza de tasas. Para que la inflación alcance la extrapolación desde 2012 o incluso desde 1996 en los próximos años (mediados de 2023), sería necesario

ver lecturas anuales del PCE de 4,3%. Se trata de una lectura bastante alta si consideramos que el indicador alcanzó un nivel similar en agosto, considerando los antecedentes ya mencionados –estímulos fiscales, monetarios y disrupciones de las cadenas de suministro– y efectos de base estadística.

En segundo lugar, es necesario considerar el enfoque del mercado laboral para volver a la tendencia prepandemia de las nóminas no agrícolas. Sería necesario que la economía norteamericana cree cerca del doble de puestos de trabajo de la mediana de las estimaciones (**ver gráfico, panel derecho**).

Bajo estas estimaciones no deberíamos ver un aumento de tasas en ningún momento del 2021, 2022 ni 2023. En este punto, es importante destacar que se trata de un análisis para tener un poco más de color de los movimientos que podría realizar la Reserva Federal a futuro, en un contexto donde el mercado podría ser especialmente sensible a movimientos en las tasas de interés, dadas las altas valorizaciones. Sin embargo, la FED no dudará en utilizar todas sus herramientas para combatir la inflación si esta comienza a acelerarse más allá de lo anticipado, especialmente si provoca un desanclaje de las expectativas del mercado.



# RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

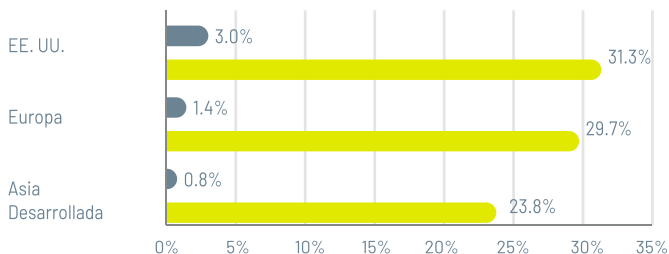
## DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Durante el mes de agosto vimos, en general, una extensión del buen desempeño que han tenido los mercados durante este año. Si bien los casos de coronavirus se han acelerado a nivel mundial, incluso dentro de los países que presentan una alta tasa de vacunación, los temores sobre el crecimiento mundial se fueron disipando hacia finales del mes, en la medida en que las vacunas reafirmaron su efectividad para evitar los fallecimientos. Esto les permitió a las autoridades evitar la reimposición de restricciones a la movilidad, especialmente en el mundo desarrollado.

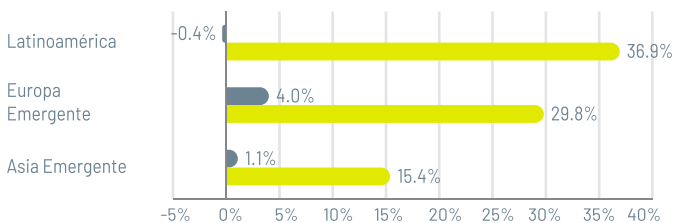
## RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

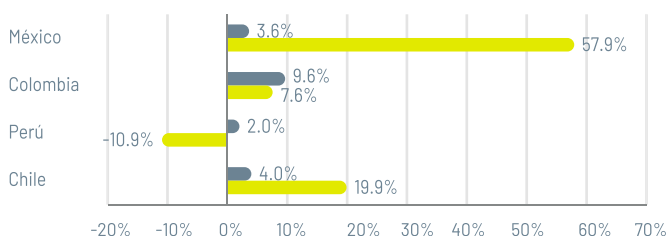
### MERCADOS DESARROLLADOS



### MERCADOS EMERGENTES



### MERCADOS LOCALES



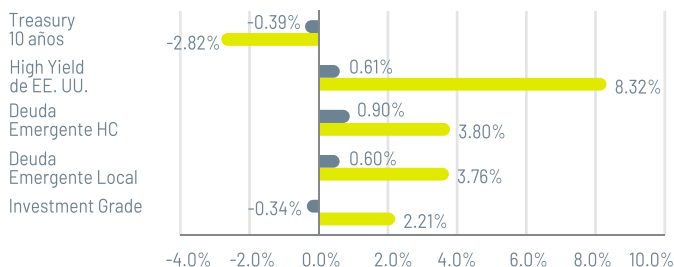
Dentro de mercados desarrollados, Estados Unidos fue el país de mejor desempeño. Además de continuar con la reapertura de su economía, pese a la aceleración de los contagios, el mercado percibió de forma positiva las declaraciones del presidente de la Reserva Federal de cómo se llevaría a cabo el retiro del estímulo monetario. Los países de Europa también tuvieron un buen desempeño. En este caso las complicaciones generadas por la nueva ola asociada a la variante delta fueron aún menores y la actividad dentro de la región se mantuvo resiliente. Japón quedó rezagado dentro de desarrollados. Al interior de sus fronteras la situación sigue deteriorada, lo que ha impactado a la actividad doméstica. En emergentes, Europa Emergente tuvo un buen desempeño, pese al fuerte retroceso en el precio del petróleo. Asia Emergente experimentó un leve rebote tras la importante caída del mes anterior, mientras que Latinoamérica fue la única región en cerrar con un retorno negativo, arrastrada principalmente por Brasil, donde nuevamente hay temores sobre la sostenibilidad fiscal.

Dentro de renta fija internacional vimos retornos mixtos. Por un lado, las categorías más conservadoras, reconocidas por su calidad de activo refugio, experimentaron retrocesos ante un alza en las tasas de interés de mercado asociada a los menores temores sobre el crecimiento mundial. Por otro lado, las categorías que se benefician de un mayor apetito por riesgo cerraron el mes con resultados positivos.

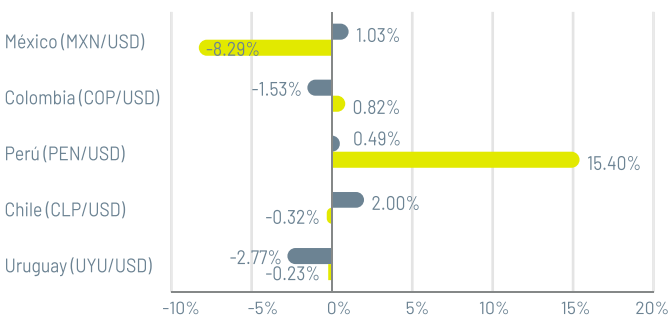
## RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

### MERCADO INTERNACIONAL



## RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

# MERCADOS LOCALES

**MÉXICO:** Si bien la recuperación económica global ha moderado su ritmo, esta ha sido heterogénea donde las economías emergentes han sido las menos favorecidas. Sin embargo, México se sigue beneficiando de la relación con EE. UU. y reporta dos trimestres de crecimiento este 2021, 0,8% y 1,5%. En este contexto, y aún sin la depreciación cambiaria como factor, la inflación seguirá este año por encima del rango objetivo de Banxico. En adelante, un foco es el presupuesto de egresos e ingresos a presentarse este mes para su aprobación, donde al menos se vislumbra que no habrá nuevos aumentos de impuestos en 2022, sino que se sigue persiguiendo la evasión fiscal; así como se mantiene la austeridad y el foco en los proyectos y programas del Gobierno en turno.

**PERÚ:** Durante agosto, las reacciones a la elección de Pedro Castillo continuaron ocupando la agenda en Perú. El Gabinete obtuvo el voto de confianza, pese a que el oficialismo no tiene mayoría y a la controversial figura del primer ministro, Guido Bellido. El presidente Castillo agradeció al Congreso por otorgar el voto de confianza. Sin embargo, algunos congresistas han declarado que buscarán interpelar a algunos de los ministros considerados más controversiales. Esto ha reavivado las constantes tensiones entre el Poder Ejecutivo y el Poder Legislativo que se han enfrentado por años en Perú. Consideramos que los sesgos de extrema izquierda junto con un Gabinete de poca experiencia seguirán presionando al mercado.

**COLOMBIA:** De acuerdo con el DANE, la economía colombiana creció 17,6% a/a en el segundo trimestre de este año. Dicho resultado estuvo levemente por debajo de la expectativa de los analistas que esperaban un crecimiento de aproximadamente 18,5% a/a. Es importante resaltar que todas las actividades económicas del país crecieron durante el trimestre, donde las actividades artísticas y las de entrenamiento fueron las que presentaron un mayor crecimiento anual. Sin embargo, se mencionó que los bloqueos y disturbios sociales que ocurrieron entre abril y mayo de este año afectaron negativamente el dato de crecimiento.

**CHILE:** Durante julio la economía chilena creció un 18,1% con respecto al mismo mes del año anterior, por sobre las expectativas del mercado que se situaban en 17,85%. Si bien el indicador tiene un importante efecto de base estadística por la contracción económica del año anterior, la serie no desestacionalizada con respecto al mes previo (junio 2021) experimentó una expansión de 1,4%. Todas las categorías aportaron positivamente al indicador, siendo el sector de servicios el más destacado, en línea con la gran liquidez con la que cuentan los consumidores chilenos y con la reapertura asociada a una mejor situación sanitaria. A nivel nacional, los casos se encuentran controlados con una positividad bajo el 1% por varios días consecutivos y un proceso de vacunación que tiene a más del 70% de la población con dos dosis, mientras que ya se inició la aplicación de una dosis de refuerzo (tercera dosis).

**URUGUAY:** En el mes de agosto se mantiene bajo el número de contagios por día de COVID-19. Más del 70% de la población uruguaya se encuentra vacunada con ambas dosis de Coronavac, Pfizer o AstraZeneca, y ya comenzó la vacunación con una tercera dosis de Pfizer de refuerzo para todos aquellos vacunados con Sinovac. En línea con esta situación de mejora sanitaria, el Gobierno ha flexibilizado las medidas de restricción y anuncia la reapertura gradual de las fronteras posibilitando la entrada de extranjeros inmunizados. En el escenario político, la oposición se aferra a conseguir votos con el fin de convocar un referéndum para la derogación de 135 artículos de la Ley de Urgente Consideración (ley que abarca buena parte de las acciones planteadas por el oficialismo al comienzo de su mandato).

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY





## EE. UU.

En Estados Unidos mantenemos la sobreponderación, ya que se encuentra en una mejor posición para hacer frente a la pandemia, tanto desde el punto de vista económico como sanitario. La reciente ola de coronavirus, asociada a la variante delta, tuvo un impacto sobre los indicadores económicos, señalando cierto pesimismo. Por un lado, la confianza del consumidor medida por la Universidad de Michigan se desplomó al mínimo de toda la pandemia, siendo el componente de expectativas el más afectado.

En línea con lo anterior, las ventas *retail* decepcionaron al mercado con una lectura de -1,1% versus el -0,3% esperado, mientras que el indicador ISM de servicios tuvo una caída de 2,4 puntos. De todas formas, hay que poner los números en perspectiva. Por un lado, las ventas *retail* siguen muy por sobre la tendencia prepandemia, mientras que, por otro lado, el indicador de servicios, pese a la contracción, sigue en terreno muy expansivo. Adicionalmente, los datos del coronavirus comienzan a señalar que la ola podría estar alcanzando un pico dentro del país pese a que la situación es delicada en los estados del sureste. La positividad se ha estancado mientras que el crecimiento de casos ha mostrado una desaceleración. Desde el punto de vista de las valorizaciones hemos visto un alza de estas a pesar de la excelente temporada de resultados del segundo trimestre. Ya prácticamente la totalidad de las empresas de S&P 500 han reportado y un 86% de ellas superó las expectativas en cuanto a utilidad.

Durante agosto, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, indicó que esperan comenzar con la reducción de compras de bonos (*tapering*) hacia finales de este año, aludiendo que la economía ha experimentado una importante recuperación y ya no necesita tanto apoyo por parte del Banco Central. Sin embargo, sostuvo que el proceso de *tapering* no significa una hoja de ruta

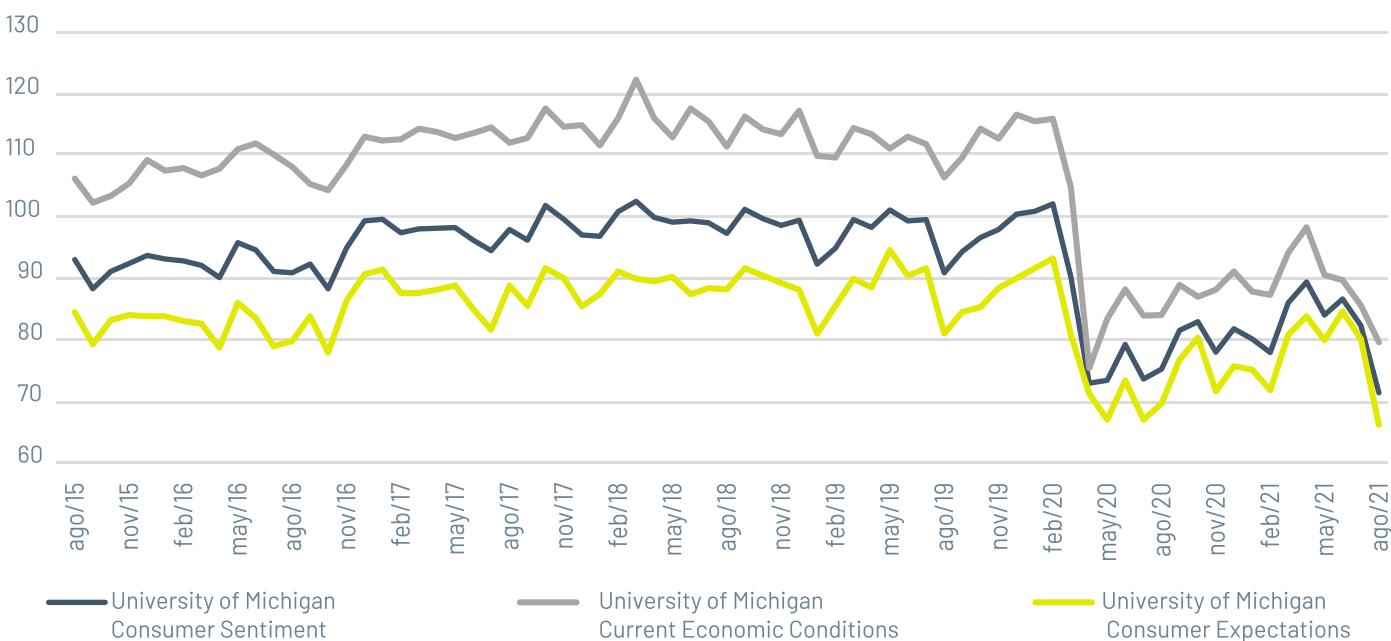
para comenzar a subir las tasas –varios analistas suponen que una vez terminado el proceso de reducción de las compras, iniciará un proceso al alza de la tasa de referencia– y que será necesario ver un progreso material en el mercado laboral antes de retirar el estímulo monetario convencional. Esto fue percibido de manera positiva por el mercado. Esperamos que en su reunión de septiembre haya más anuncios al respecto. Sin embargo, un deterioro de los datos de empleo podría atrasar los planes de la FED. Durante agosto, la economía norteamericana creó un total de 235 mil puestos de trabajo no agrícolas, muy por debajo de las 733 mil esperados, reflejando el impacto que la variante delta está teniendo sobre la economía.

De todas formas, durante septiembre comenzarán a retirarse los beneficios adicionales al seguro de desempleo, lo que podría incentivar a las personas a salir a buscar trabajo, esto mejoraría la situación del mercado laboral considerando que las empresas siguen reportando dificultad para llenar las vacantes que tienen disponibles. Dado lo anterior, las cifras de empleo de septiembre y octubre serán clave para el futuro de la política monetaria de Estados Unidos.

“Durante septiembre comenzarán a retirarse los beneficios adicionales al seguro de desempleo, lo que incentivaría a las personas a buscar trabajo”.

## Confianza del consumidor se desploma en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg





## EUROPA

“Los índices europeos tienen una mayor exposición al factor *value* a través de sectores como Financiero, Industrial y Consumo discrecional”.

En la Eurozona también mantenemos una sobreponderación. En general, contamos con una visión positiva en mercados desarrollados, ya que cuentan con más herramientas para enfrentar la pandemia. En ese contexto, los índices de la Eurozona tienen una mayor exposición al factor *value* a través de sectores como el financiero, el industrial y el consumo discrecional. Esto nos permite equilibrar los portafolios en caso de que se retome el *trade* de reflación, es decir, de los sectores que se ven beneficiados por la reapertura y el incremento en la demanda asociada a estímulos monetarios y fiscales. La economía de la región sigue en buen pie y se ha mostrado resiliente entre sus pares desarrollados. Sin embargo, las sorpresas económicas se han debilitado, llegando incluso a terreno negativo, lo que refleja un menor ritmo respecto a la primera mitad del año. Como argumentos positivos adicionales, encontramos a un avanzado proceso de vacunación lo que permitió mantener los fallecimientos controlados ante el avance de la ola generada por la variante delta, permitiéndole a los Gobiernos balancear la reapertura con las restricciones, mientras que los casos ya han comenzado a retroceder. Por otro lado, la política fiscal sigue siendo expansiva de la mano de los recursos provistos por el Fondo de Recuperación Europeo. Como riesgos a la tesis encontramos la desaceleración de China, la que tiene un efecto sobre el sector exportador y la moneda. Por otro lado, las valorizaciones son poco atractivas en comparación con su propia historia.

En Reino Unido, mantenemos la neutralidad, ya que fue uno de los primeros países en levantar la mayoría de las restricciones, lo cual ya fue recogido por el mercado. Por su parte, su indicador de sorpresas ha entrado en terreno negativo en una mayor magnitud que el de la Eurozona. En cuanto a la pandemia, tras haber mostrado un control de la ola de la variante delta, los casos se han vuelto a acelerar. Sin embargo, las autoridades han evitado volver a poner restricciones a la movilidad de las personas, las cuales se encuentran en el mínimo desde que comenzó la pandemia. Por otro lado, aún no se define el destino de los servicios tras el acuerdo comercial alcanzado con la Unión Europea pos-Brexit, lo que continúa amenazando el rol de Londres como el *hub* financiero de Europa. Como argumentos positivos, encontramos la sobreponderación de sectores cíclicos en el índice, como energía y financieras que se podrían ver beneficiadas por la recuperación global. Adicionalmente, el Reino Unido presenta un avanzado programa de vacunación, lo que le permitiría seguir adelante con la reapertura, pese a la aceleración de los casos.

## JAPÓN

En Japón contamos con un sobreponderar, pero de baja convicción. El rezago que el país nipón presenta con respecto a otras regiones desarrolladas representa una oportunidad al alza en la medida en que mejoren los fundamentos económicos. El sector exportador ya ha mostrado fortaleza de la mano de la recuperación mundial. Sin embargo, la dinámica interna no ha logrado recuperarse debido a que la situación sanitaria sigue deteriorada dentro del país. No obstante, la confianza del consumidor ha mejorado consistentemente mientras que el proceso de vacunación ha ganado ritmo tras un lento comienzo. Esto debería mejorar la demanda doméstica impactando positivamente al sector de servicios, el cual se encuentra con lecturas de actividad en terreno contractivo. Lo anterior se traduce en mayores expectativas de crecimiento para el tercer trimestre. Finalmente, se espera que en el corto plazo se llame a elecciones y que el partido del actual primer ministro Suga mantenga la mayoría, por lo que no deberíamos ver un impacto en el mercado. Cabe destacar que Suga no se presentará a la reelección como presidente de su partido, por lo que no continuará como primer ministro.



## EMERGENTES

Dentro de emergentes contamos con una visión poco constructiva que se materializa a través de un subponderar. Lo anterior se explica por dos regiones, Asia Emergente y Latinoamérica, tanto por argumentos cualitativos como cuantitativos—nuestros modelos entregan señales negativas en ambas regiones—. En Asia Emergente mantenemos una visión negativa ante una desaceleración impulsada por el Gobierno central, que tiene por objetivo despalancar la economía y que está yendo más allá de lo anticipado. El PMI manufacturero construido por Caixin ha caído en terreno contractivo mientras que el de la oficina nacional de estadísticas está apenas sobre 50. Adicionalmente, el Gobierno está impulsando una serie de regulaciones que tienen por objetivo regular a las compañías de internet, combatir la desigualdad, balancear la dependencia de la economía china al sector externo y asegurar la existencia de una fuerza laboral grande y bien calificada para dar soporte al crecimiento del país. Esta mayor regulación ha implicado la intervención del Estado en sectores privados, recientemente en compañías de educación, video juegos y entretenimiento, impactando al sentimiento de mercado.

En Latinoamérica mantenemos una visión negativa, por ruidos políticos en general. En Brasil, país más importante del índice, si bien el Gobierno se ha comprometido a realizar reformas que permitan lograr la sostenibilidad fiscal, algunas de las cuales han sido aprobadas, han surgido problemas que ponen en duda la estabilidad del gasto dentro del gigante latinoamericano. El Estado ha perdido demandas y los pagos han ascendido a un monto mucho mayor de lo que el Gobierno tenía presupuestado, lo que no dejaría espacio para programas sociales anunciados por Bolsonaro. Ante esto, se han buscado alternativas e incluso

se ha planteado sacar dichos pagos del techo del gasto, lo que ha sido percibido de forma negativa por el mercado. Debido a su alto endeudamiento, los inversionistas son muy sensibles a propuestas que puedan incrementar el gasto del país. Por otro lado, la caída en los precios del mineral de hierro impacta a uno de los sectores más grandes del índice y lo propio ocurre con el petróleo. Sin embargo, en el caso del crudo, vemos mayor estabilidad en los precios. Finalmente, el avance de la reforma tributaria se ha visto entrampada y la popularidad de Lula supone una mayor incertidumbre política de cara a las elecciones de 2022.

En Europa Emergente mantenemos la neutralidad. Por un lado, la actividad económica continúa con buenas cifras y las expectativas de utilidad presentan una marcada tendencia al alza. Por otro, existe un riesgo geopolítico permanente y la desaceleración de China tiene un impacto en mercados emergentes en general a través del precio de las materias primas.

“La mayor regulación china ha implicado la intervención del Estado en sectores privados, impactando al sentimiento de mercado”

## Preocupaciones sobre la estabilidad fiscal vuelven a golpear al mercado brasileño

Fuente: Bloomberg



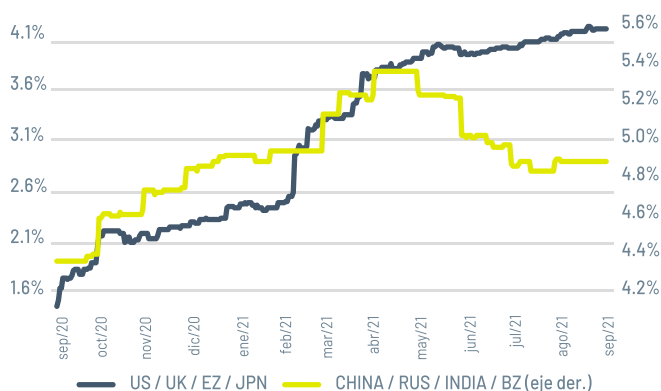
# ESTRATEGIA DE INVERSIONES

## ¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

En línea con nuestros modelos cuantitativos, mantenemos una visión positiva de la renta variable. Si bien de la mano de la variante delta surgieron temores de que el crecimiento mundial estaba en riesgo y el pico del crecimiento ya quedó atrás en algunas regiones, nuestra visión es que el crecimiento seguirá sobre el potencial por los próximos trimestres, apuntalado por estímulos fiscales que aún se están desplegando. En ese contexto, los activos de riesgo deberían verse beneficiados, por lo que preferimos acciones sobre bonos. Dado lo anterior, utilizamos la renta fija como financiador. Conforme los temores sobre el crecimiento vayan quedando atrás y se retome la rotación vista durante el primer trimestre, las tasas de mercado podrían verse presionadas al alza, perjudicando a los papeles de renta fija. Esto cobra especial relevancia tras el anuncio de la Reserva Federal de que comenzará a disminuir sus compras de bonos en el mercado hacia finales de este año. En oro mantenemos el neutral, pues el metal precioso no ha mostrado su característica de cobertura ante la inflación y su relación inversa con las tasas reales lo haría vulnerable a las presiones al alza en las mismas.

### Expectativas de crecimiento para 2022 siguen sólidas, pese a haber mostrado un deterioro en emergentes

Fuente: Bloomberg

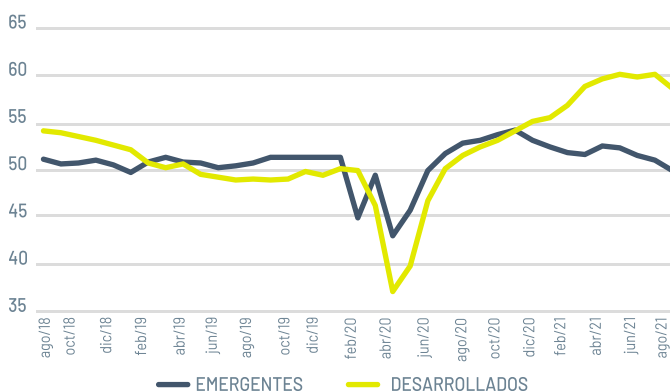


## ¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

De cara a septiembre, mantenemos una marcada preferencia por desarrollados sobre emergentes. En general, los mercados desarrollados cuentan con más herramientas para hacer frente a la crisis del coronavirus, tanto desde una perspectiva sanitaria –mayor tasa de vacunación y mejores servicios de salud– como económica –mayor capacidad de endeudamiento y bancos centrales que ayudan a financiar el déficit–. Dentro de desarrollados, nuestras preferencias son Estados Unidos y la Eurozona, puesto que ambos cuentan con un avanzado proceso de vacunación que les ha permitido mantener a raya los casos graves entre la población vacunada, evitando así reimponer restricciones y mantener la actividad, la cual, si bien ha habido algunas señales de pesimismo, se muestra resiliente. En Japón también contamos con una visión positiva, pero de menor convicción. Si bien el rezago que presenta con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad, la demanda doméstica se sigue viendo impactada por una situación sanitaria delicada. En Reino Unido mantenemos la neutralidad. Dentro de emergentes, contamos con una visión negativa en general. China presenta una desaceleración que está yendo más allá de lo anticipado por el mercado, lo que se traduce en un impacto en sus pares emergentes a través de menor demanda de sus exportaciones, especialmente de materias primas. Lo anterior, sumado a ruidos políticos, nos lleva a mantener una visión poco constructiva en Latinoamérica, mientras que mantenemos el neutral en Europa Emergente.

### Actividad manufacturera se mantiene resiliente en mercados desarrollados

Fuente: Datastream

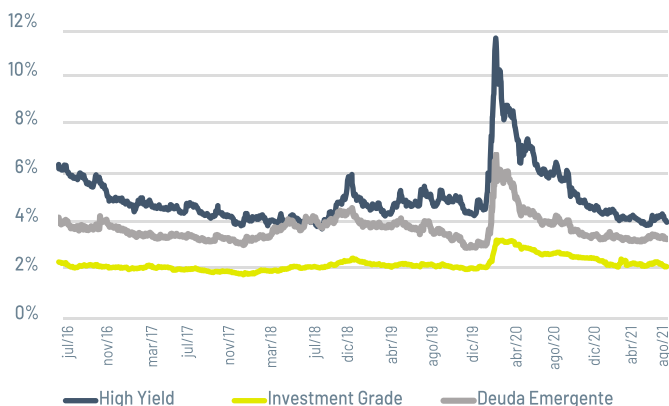


## RENTA FIJA INTERNACIONAL

Dentro de renta fija internacional mantenemos una visión positiva en papeles *High Yield*, ya que varios de los sectores de la categoría se verán beneficiados en la medida que la recuperación de la actividad siga su curso. Adicionalmente, su spread tiene una mayor capacidad de absorber alzas en la tasa base. Por otro lado, mantenemos un doble subponderar en Bonos del Tesoro debido al bajo nivel de la tasa de interés, la cual enfrentaría presiones alcistas tanto por la extensión del crecimiento sobre el potencial como por la reducción en las compras de bonos por parte de la FED que debería iniciar hacia finales de este año, como lo indicó su presidente Jerome Powell. En deuda emergente, tanto en moneda local como en moneda dura, mantenemos la neutralidad. Si bien los spreads se ven más atractivos que en otras categorías, las materias primas habrían alcanzado un nivel donde el *upside* potencial es limitado y la desaceleración de China impacta a toda la categoría. Finalmente, en los papeles con grado de inversión, también mantenemos una posición neutral. Si bien son un buen elemento para diversificar ante un eventual aumento en la volatilidad, están directamente relacionados a la tasa base.

**Spreads se comprimieron en agosto,** en línea con un apetito por riesgo que se mantiene

Fuente: Bloomberg

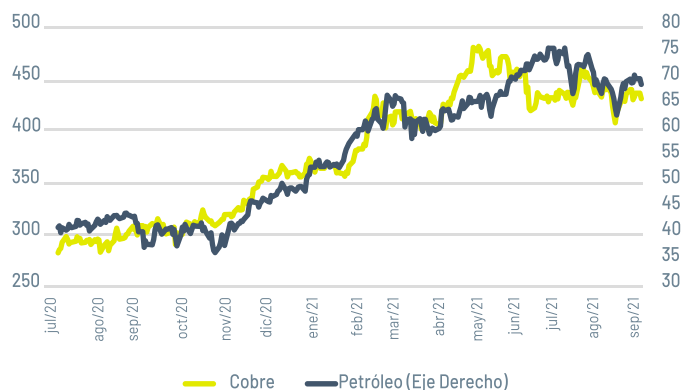


## COMMODITIES

En agosto, las materias primas tuvieron un desempeño negativo ante datos decepcionantes provenientes de China y temores de que el avance de la variante delta tuviera un impacto sobre la demanda, especialmente de petróleo, que experimentó una contracción de 7,4%. Por su parte, el metal rojo retrocedió un 2,4%. Hacia adelante mantenemos una visión neutral en ambos *commodities* debido a la desaceleración de China antes mencionada. Adicionalmente, en cobre, el Gobierno chino ha estado liberando sus reservas para poner un techo al precio que comenzaba a afectar a su sector manufacturero. Desde el punto de vista positivo, aún vemos disrupciones de oferta y los productores mantienen una visión alcista del metal. En cuanto al petróleo, a la desaceleración china se suma un eventual incremento en la producción en EE. UU. hacia finales de año. Mientras que, si bien la demanda iría aumentando conforme avance la reapertura y se retorne a la normalidad, la OPEP+ iría incrementando la extracción de forma paralela.

**Temores de que la variante delta contraiga la demanda mundial** impactaron a las materias primas

Fuente: Bloomberg



Síguenos en LinkedIn  y entérate de nuestras novedades



## 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 desarrollados 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 hacerlas llegar 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, han aparecido focos de incertidumbre asociada a cambios de régimen de gobierno, protestas y cambios constitucionales. Finalmente, un error de China en su proceso de desaceleración controlada podría tener un impacto sobre el crecimiento mundial.





# MÉXICO

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en Latinoamérica (+20,2%). Desde estos niveles, creemos que debería haber una pausa en este *outperformance* toda vez que los nombres *largecap* del índice, puntualmente América Móvil y Walmex, se ven ya bastante adelantados en términos de valorización. Esto se sustenta también en las valorizaciones relativas de México versus otras plazas de Latinoamérica (Brasil, particularmente) las cuales ya no se ven tan atractivas respecto a una historia de cinco años. De todas formas, México mantiene una mejor perspectiva que sus pares de la región, por lo que mantenemos la sobreponderación en nuestra cartera de Latinoamérica.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

La recuperación económica se mantiene, aunque a un ritmo menor; y se acompaña de presiones inflacionarias a nivel global. Este hecho ha justificado las decisiones de Banxico y otros bancos centrales sobre incrementos de tasas. Ante este contexto, se adopta un posicionamiento neutral en términos de duración, dado que no se descarta volatilidad en tasas, a la vez que se espera que se mantenga un aplanamiento en la curva, impulsado por el actuar de mayores incrementos de tasa desde Banxico. Mientras se evalúa si los Udibonos o bonos ligados a la inflación pueden compensar con su atractivo los incrementos del Banco Central, se mantiene neutralidad entre estos y los bonos nominales. La mayor convicción entre fuentes de Alpha se destina en los bonos corporativos.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante el año, la fortaleza del dólar frente a otras monedas duras ha sido de aproximadamente 3%, medido por el indicador DXY. En mucho sentido, este avance tiene que ver con la fuerte recuperación de la economía americana; dinámica que podría continuar gracias a los proyectos presupuestarios que se avecinan. Por otro lado, la inflación, pero sobre todo mejores cifras de empleo apuntan a que la FED comenzaría a ajustar los niveles de liquidez y luego, podrían venir subidas de tasa. Este hecho, en cierta medida, también apuntaría a la moneda americana. En contraste, temas geopolíticos y económicos en los que EE. UU. se ve involucrado, se convierten en un obstáculo. Referente a la moneda local, se esperan niveles de 20,36 MXN/USD a cierre de año, lo que representaría una depreciación del peso de aproximadamente 2%.

## TASAS DE INTERÉS

Durante agosto, los bonos de tesoro americano reportaron alzas generalizadas, pero esta dinámica no se trasladó del todo a las curvas locales. Si bien la inflación podría mostrar cierto descenso, aún es alta, y ante esto la decisión de Banxico no fue sorpresiva para el mercado. Con ello, la curva nominal reportó en este período descensos de mayor magnitud en sus nodos cortos, que promediaron 11 puntos base. Por su parte, la curva de bonos ligados a inflación también mostró un empinamiento, donde la disminución en sus nodos de menor vencimiento fue de hasta 25 básicos a la baja. Todo lo anterior se dio ante un contexto de recuperación a un ritmo más moderado, pero que aún muestra apetito por activos de riesgo.

## INFLACIÓN

Si bien la inflación reportada al mes de agosto presentó un incremento de 0,19% con respecto a julio, en términos anuales la cifra descendió a 5,59% desde 5,81% en el mes anterior. Dentro del índice general, el factor subyacente subió 0,43%, donde a su vez las mercancías y los servicios se incrementaron 0,70% y 0,12% respectivamente. Por otro lado, el factor no subyacente y más volátil retrocedió 0,52%, donde los precios de agropecuarios subieron 1,98%, mientras los energéticos retrocedieron 2,43%. Este último dato ya con el tope en el precio del gas impuesto por el Gobierno.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación cercana al 6%, en agosto los miembros de la Junta de Gobierno de Banxico decidieron por mayoría incrementar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 4,5%. Si bien esta decisión ya se anticipaba por el mercado y dado que los cinco miembros de Banxico coinciden en la transitoriedad de la inflación, se perciben puntos de vista encontrados. Esto dificulta el pronóstico del actuar del banco central en sus siguientes reuniones, aunque el consenso espera que aún haya dos incrementos para alcanzar 5% a cierre de 2021.





### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En el mes de agosto, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima avanzó un 2% medido en dólares. Sin embargo, tras el inicio del nuevo Gobierno, el sector consumo fue uno de los más golpeados. Las acciones mineras retrocedieron 2,4% en el mes, con Buenaventura cayendo -9,2% y Southern Copper -4,7%. Construcción se apreció en 1,4%, con Unacem subiendo 14,1%, pero Aenza y Ferreycorp retrocediendo 1,3% y 11,8%. El sector consumo disminuyó en 11,3%, con Inretail y Alicorp cayendo 19,2% y 14,2%, respectivamente. Utilities se contrajo 10,1% y se encuentra como uno de los sectores más atractivos en valorización. Los papeles financieros rindieron 5,5%, con Credicorp e IFS subiendo 5,6% y 11,1%, respectivamente. Dentro de nuestro portafolio latinoamericano mantenemos una posición poco constructiva en Perú, debido a presiones políticas que se mantendrán.

### ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Nos posicionamos cortos en duración debido a un escenario de subidas de tasas por parte del BCRP. En cuanto a la curva, esperamos que se mantenga en los niveles actuales, ya que gran parte del riesgo político está incluido. Sin embargo, no hay un catalizador que haga que se comprima, y existen riesgos políticos que pueden golpear la curva, como el de la búsqueda del ejecutivo por la asamblea constituyente. Seguimos subponderados en corporativos por el riesgo político del país.

### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante agosto, el tipo de cambio en Perú experimentó una depreciación, en línea con la tónica que se ha repetido por meses debido a la incertidumbre que genera el nuevo Gobierno. El sol peruano retrocedió un 0,5%, una caída considerablemente menor que la experimentada en el mes anterior, pero que, de todas formas, representa un mínimo histórico de cierre de mes. Además de reaccionar al escenario interno, el tipo de cambio también se vio impactado por el retroceso del cobre, que experimentó una caída de 2,4% y al avance del dólar a nivel global.

### TASAS DE INTERÉS

La curva soberana aumentó en promedio 27 puntos básicos en agosto. Incremento guiado, principalmente, por el tramo corto de la curva ante un escenario de subida de tasas por parte del banco central. Asimismo, persiste la incertidumbre política ante cuestionamientos de los ministros y falta de gobernabilidad por parte del Ejecutivo. El spread del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. a diez años es de 477 puntos base, con 171 puntos base por encima del promedio de los último dos años.

### INFLACIÓN

Durante agosto, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana presentó una variación de 1,06%, lectura bastante alta y similar a la del mes anterior. Con esto, la inflación acumula un 4,53% en lo que va del año y un 4,95% en doce meses, muy por encima del objetivo del Banco Central de entre 1% y 3%. De todas formas, el recientemente proclamado ministro de economía, Pedro Francke, indicó que se trata de un alza transitoria y que los precios deberían desacelerarse a un nivel más cercano al objetivo durante los próximos meses. Dentro de las categorías que presentaron mayores alzas están Alquiler de Vivienda, Combustible y Electricidad (2,59%) y en Alimentos y Bebidas (1,91%)

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su reunión de septiembre, el directorio del BCRP decidió subir su tasa de interés de referencia en 50 puntos base, llegando al 1%. El comunicado informa que con esto la política monetaria permanece expansiva con una tasa de interés baja respecto a su historia y que el alza no implica, necesariamente, el inicio de un ciclo de alzas consecutivas. El banco central espera que la inflación, que se ubica muy por encima del rango meta, converja durante los próximos meses.





# CHILE

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante el mes de agosto, la bolsa chilena presentó un avance de 4%. Por un lado, la situación sanitaria dentro del país ha permitido levantar gran cantidad de restricciones. Por otro lado, la gran cantidad de liquidez en manos de los consumidores, debido a retiros de fondos de pensiones y transferencias directas hechas por el Estado, permitieron a las empresas locales tener una positiva temporada de resultados. Con la totalidad de las empresas reportadas, durante el segundo trimestre un 70% superó las expectativas de los analistas. Dentro de los sectores de mejor desempeño encontramos al Financiero, que se ha visto beneficiado por mayores tasas de interés y una menor morosidad –debido a la mayor liquidez antes mencionada– y sector Materiales –vinculado al sector Externo y al sector Consumo discrecional–, que se ha visto beneficiado por el boom del consumo. Contamos con una visión neutral en Chile.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dentro de renta fija local contamos con un neutral en duración. Durante meses anteriores teníamos una posición corta en duración debido a que había muchas presiones al alza. Sin embargo, tras el anuncio del banco central de subir la TPM en 75 puntos básicos y los movimientos que esto generó en el mercado, vemos atractivo en los niveles actuales, pese a que algunos de los argumentos negativos se mantienen. Con respecto a corporativos, mantenemos una posición leve larga en papeles donde vemos mayor devengo y una posible compresión del spread producto de mejores perspectivas económicas. Finalmente, mantenemos una alta convicción en papeles emitidos en tasa real debido a expectativas de inflación más bajas de lo esperado.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante el mes de agosto, el tipo de cambio en Chile continuó depreciándose. El peso chileno llegó a tocar un máximo en lo que va del año de la mano de una importante caída del cobre –principal exportación del país y, por ende, principal fuente de dólares de la economía– y por un ambiente político tenso, donde se siguió discutiendo la posibilidad de aprobar un cuarto retiro de los fondos de pensiones, movida de origen político y que no tiene argumento técnico que la avale. El último día del mes, una vez que el mercado ya había cerrado, el banco central anunció que subiría en 75 puntos básicos su tasa de interés, magnitud que no era esperada por el mercado, por lo que durante los días siguientes el tipo de cambio ha experimentado una importante apreciación.

## TASAS DE INTERÉS

Durante agosto vimos un empinamiento de la curva en UF con caídas importantes en la parte corta y media, mientras que las tasas en pesos tuvieron un comportamiento, en general, al alza, principalmente la parte más corta debido a mayores expectativas de que la inflación gatillaría alzas en la tasa de política monetaria más rápido de lo anticipado.

## INFLACIÓN

En agosto, la inflación en Chile sorprendió nuevamente al alza, con una lectura de 0,4% contra el mes anterior versus el 0,3% esperado. Con esto, el indicador acumula un alza de 4,8% en doce meses, nivel no visto desde el año 2016 y lo que ha provocado que el alza de los precios se tome el debate económico del país, especialmente dadas las presiones de parlamentarios, tanto de oposición como del oficialismo, para que se apruebe un nuevo retiro de los fondos de pensiones, el cual debe enfrentar trámites legislativos durante este mes en el Congreso. Nueve de las doce divisiones que componen el indicador presentaron alzas, donde destacan Restaurantes y hoteles (1,8%), Vivienda y servicios básicos (0,9%).

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria en el mes de agosto, el consejo del Banco Central acordó subir la tasa de política monetaria en 75 puntos base, llegando a un 1,5%. Esto responde a un alza en las expectativas de inflación, preocupación central del instituto emisor. En el último IPoM el Banco Central señaló que la situación actual dejaría a la inflación en torno a un 5,7% para cierre de este año y en un 3,5% para el cierre del próximo. El consejo espera llegar a la TPM neutral en 2022. Con respecto al crecimiento, subieron las expectativas para este año del rango 8,5% - 9% al 10,5% - 11,5% debido a la gran cantidad de liquidez que se ha inyectado al mercado.



# COLOMBIA

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En agosto, el COLCAP presentó una rentabilidad positiva de 9,6% m/m, acumulando en el año una rentabilidad negativa de 16,7%. Lo anterior, explicado por los resultados corporativos del sector financiero –que representa alrededor de un 46% del índice–, los cuales sorprendieron positivamente al mercado, el avance en el programa de vacunación, la mayor claridad en la oferta no vinculante para la compra de ISA por parte de Ecopetrol, una mejora en la percepción económica por parte de los consumidores y el avance en las discusiones sobre la reforma tributaria. Dado lo anterior, en un portafolio latinoamericano, tomamos una posición positiva en Colombia.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Durante el mes de agosto, la Asamblea de Gobernadores del FMI aprobó la asignación general de Derechos Especiales de Giro (DEG) a Colombia por un monto equivalente a USD 2,79 mil millones. Dicha designación fue recibida por el Banrep como parte de las reservas internacionales que administra. Sin embargo, según lo comunicado, los DEG se utilizarán para fortalecer la posición de liquidez del Gobierno Nacional debido a los desafíos enfrentados por cuenta de la pandemia.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global presentó un incremento de 0,49% m/m (DXY), explicado principalmente por un incremento en la probabilidad del anuncio de tapering para este año después de las minutas de la FED y el simposio de Jackson Hole. Sin perjuicio de lo anterior, el peso colombiano presentó una apreciación de 1,53% m/m, impulsado por el avance en el programa de vacunación, resultados corporativos del sector financiero sorprendiendo positivamente al mercado, un avance en las discusiones de reforma tributaria en el Congreso y un incremento en la confianza del consumidor. Las nuevas variantes, la persistencia de los riesgos fiscales, el comportamiento del precio del petróleo y las decisiones de política monetaria por parte del Banrep podrían afectar el comportamiento de la moneda, en adelante.

## TASAS DE INTERÉS

En agosto, la curva local colombiana no presentó cambios significativos, dado que el mercado ha logrado incorporar los riesgos inherentes a las perspectivas fiscales del país y las expectativas de crecimiento. No obstante, la trayectoria del virus y el comportamiento de las nuevas variantes (delta y Mu) en el país, la incertidumbre fiscal y las decisiones del Banco Central sobre la política monetaria, condicionarán el comportamiento de las tasas. Por otro lado, el Ministerio de Hacienda realizó el tercer canje de deuda pública en el año, mejorando el perfil de vencimientos y extendiendo la maduración promedio del portafolio.

## INFLACIÓN

En agosto, la inflación presentó una variación mensual de 0,45%, sorprendiendo al alza al mercado (0,20%). La inflación anual se ubicó en 4,44%, por encima del rango meta del Banrep (2%-4%). Este resultado estuvo explicado por las contribuciones mensuales positivas de todos los rubros, principalmente por Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,18%), Restaurantes y Hoteles (0,10%), y Alojamiento, Agua, Electricidad y Gas (0,06%). Mayor movilidad por levantamiento de medidas de confinamiento y problemas en las cadenas de abastecimiento, podrían explicar las presiones recientes.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Directiva del Banrep, en la reunión de julio, optó por mantener la tasa de política monetaria en 1,75%. Según el Banco, dicha decisión tuvo en cuenta los niveles elevados de la tasa de desempleo y presiones inflacionarias dado choques de oferta. Los miembros de la junta coincidieron que el espacio para mantener una política monetaria expansiva de la magnitud actual se estaría cerrando, indicando la posibilidad de incrementar tasas en los próximos meses. Incluso, los analistas del mercado han empezado a incorporar incrementos en la tasa, para lo que resta del año.





# URUGUAY

## CRECIMIENTO ECONÓMICO

El Índice Líder de CERES (ILC), un indicador adelantado del nivel de actividad y que ha demostrado ser un buen predictor de cambios en el ciclo económico, marcó nuevamente una expansión en el mes de agosto y con ello acumula cinco meses entregando señales de recuperación para la economía. Para este mes en particular se observa que un 90% de las variables que componen el ILC dieron tasas positivas, lo que refuerza la base de sustento en el movimiento del indicador. Por otra parte, el Índice de Confianza del Consumidor se recuperó en julio volviendo al nivel de mayo, ubicándose muy próximo al nivel de neutralidad. Al interior del índice y a diferencia de lo que ocurría en lecturas previas, hay un mayor optimismo de los consumidores sobre la situación económica actual que respecto al futuro.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

En agosto, un limitado impacto de la variante delta y condiciones financieras globales que se irían replegando muy lentamente volvieron a dar soporte a los activos de riesgo. En la plaza local, los bonos del Gobierno en dólares fueron los que más se vieron impulsados por esta coyuntura, cerrando el mes en niveles similares a los de junio en cuanto a riesgo país. No obstante, el interés de los agentes por títulos en pesos y unidades indexadas se mantuvo firme, destacándose los volúmenes demandados en el mercado primario. Hacia adelante, si bien el inicio del proceso de normalización monetaria llevado a cabo por BCU sugiere un cambio de los portafolios con mayor preferencia por la moneda local, la misma sería gradual, permitiendo tomar algo más de riesgo duración en tasas nominales.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

En agosto se registró un fuerte debilitamiento del dólar en Uruguay cayendo 2,77% y acumulando, en lo que va del año, una variación de apenas 0,29% y en los últimos 12 meses una ligera caída de -0,23%. Si bien una desaceleración en el margen de la recuperación de la actividad global da algo de soporte a las monedas emergentes por vía de un repliegue más lento de los estímulos en los países desarrollados, el comportamiento del dólar en Uruguay respondió más a lo ocurrido en el ámbito local. En esta línea el hecho relevante fue la decisión del Banco Central de subir la tasa de interés por primera vez desde que se instauró el régimen de tasa, casi un año atrás. La materialización del inicio de un ciclo de alzas, si bien ya estaba sobre la mesa, disparó un cambio en los portafolios hacia el peso.

## TASAS DE INTERÉS

Las tasas de interés nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +78 y -4 puntos base durante el mes de agosto, observándose un importante aumento en los plazos más cortos y un ligero aumento en los más largos. Por el contrario, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron caídas en todos los tramos de la curva. Por último, las tasas de interés en dólares americanos presentaron caídas tanto en el tramo corto como en los plazos más largos mientras que los bonos del tesoro de los EE. UU. tuvieron ligeros aumentos a lo largo de toda la curva.

## INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor aumentó 0,85% durante agosto explicado por aumentos en el precio de la carne (+3,0%), salud (+1,77%), transporte (+1,78%) y educación (+1,72%). Este registro se ubicó significativamente por encima de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,62%) y la variación de los últimos doce meses aumentó a 7,59% situándose nuevamente por fuera del rango meta (entre 3% y 7%). En este mes, el aumento de la inflación se explica principalmente por los ajustes al alza en el precio de los bienes transables y administrados. Dentro de la variación en los precios de transables se destaca el precio de la carne, mientras que dentro de los administrados se destacan el aumento en el precio de la nafta y el gasoil.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 11 de agosto tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió por votación no unánime de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay (BCU) subir la tasa de política monetaria (TPM) desde 4,5% a 5%. De esta forma, el BCU se suma a buena parte de los bancos centrales de la región en el proceso de normalización monetaria, dejando atrás la fase más expansiva del ciclo. La mejora en la situación sanitaria le permite a la autoridad monetaria enfocarse en conducir las expectativas de inflación al centro del rango meta a dos años (de entre 3% y 6%)

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





INVESTMENT MANAGEMENT