

Visión mensual de inversiones mayo 2021

Mantenemos una alta convicción en Renta Variable dado el contexto de reactivación

Resumen estrategia

- Para el mes de mayo no realizamos cambios en la estrategia. Mantenemos una alta convicción en Renta Variable, en línea con la señal que nos entregan nuestros modelos cuantitativos y con el optimismo que reina en los mercados. Pese a que la situación sanitaria sigue deteriorada en algunas regiones, con países entrando y saliendo de nuevas restricciones, los inversionistas enfocan su atención en un 2021 de recuperación económica gracias al avance de la vacunación de la población, la cual ya está rindiendo frutos en los países que van más avanzados, algunos de los cuales ya han comenzado a levantar restricciones de forma paulatina. En Oro mantenemos una posición neutral, si bien las tasas de interés reales, las cuales tienen una alta correlación negativa con el metal precioso, han frenado el alza vista en meses anteriores gracias a los comunicados de la Reserva Federal, el escenario de mayor apetito por riesgo es desfavorable para su cotización. Dentro de Renta Fija Internacional mantenemos una visión poco constructiva, si bien las tasas nominales también han detenido el alza vista en meses anteriores, es probable que, conforme avance la recuperación económica, retomen las subidas.
- Dentro de Renta Variable contamos con preferencia tanto por mercados desarrollados como por mercados emergentes. Dentro de desarrollados nuestro país favorito es Estados Unidos, ya que ha logrado controlar los contagios y presenta una robusta campaña de vacunación lo que le ha permitido comenzar a levantar algunas restricciones, adicionalmente, se han anunciado dos importantes paquetes fiscales y las cifras macroeconómicas dan soporte al optimismo. En emergentes contamos con preferencia por Latinoamérica por un lado, México se ve beneficiado por el mayor dinamismo de su vecino del norte, por otro, Brasil ha logrado mejorar los números de la pandemia y también está acelerando el ritmo de vacunación, adicionalmente, ambos presentan atractivas valorizaciones.
- Dentro de Renta Fija tomamos posiciones en activos que puedan beneficiarse del mayor apetito por riesgo a través de una compresión de su spread que permita compensar una eventual alza de la tasa base, en ese contexto contamos con una alta convicción en High Yield. En Deuda Emergente en Moneda Local contamos con una posición neutral, mientras que financiamos con Deuda Emergente en Moneda Dura, Investment Grade y High Yield.

Recomendación

- Menor preferencia
 = Neutral
 + Mayor preferencia

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

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



↑
8,10%
 Polonia destaca entre los mercados internacionales

↓
-8,70%
 Bolsa chilena retrocede ante un tensionado ambiente político

Visión mensual de inversiones

mayo 2021

Local



Visión Económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- 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.

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.

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%.

¿Y 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.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las expectativas de inflación han caído bastante, alcanzando un 2,6% para los próximos doce meses versus el 3% en meses anteriores, esto se ha generado por un proyecto de ley que se discute en el Congreso acerca de una rebaja transitoria del IVA a algunos productos básicos hasta diciembre del 2022. En cuanto al crecimiento del Banco Central actualizó sus estimaciones para el 2021 ubicándolas entre un 6% y un 7%, con un cobre en niveles de 4,10 dólares por libra y un tipo de cambio de 720 pesos por dólar.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021



Visión Renta Fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

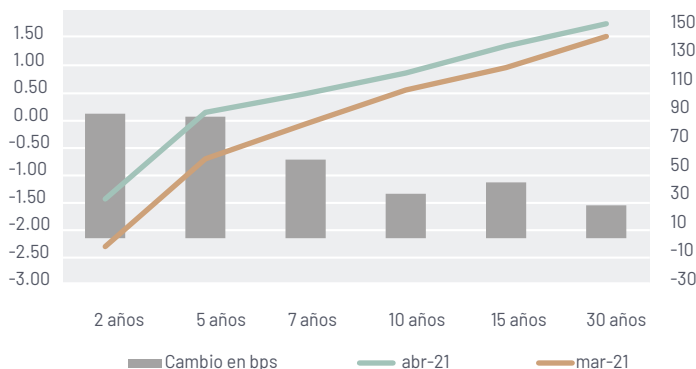
- Dentro de Renta Fija Local, pasamos de un leve corto a un neutral en duración tras la importante subida que experimentaron las tasas de interés de mercado en el país. Adicionalmente, debido a que han corregido a la baja las expectativas de inflación futura mantenemos posiciones en tasa real. Finalmente,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

ESTRATEGIA	ABRIL	MAYO
Duración	UW	N
Curva	UW	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

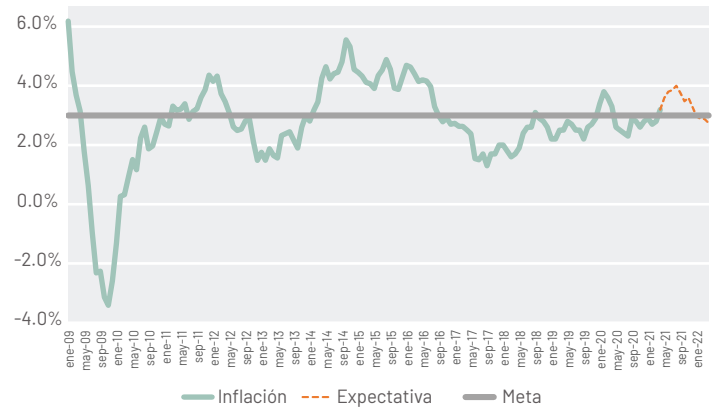
TASAS REALES

- Durante marzo tuvimos un IPC positivo (0,4%) pero bajo las expectativas del mercado (0,5%), dejando a la variación en doce meses en un 2,9%, esto generó alzas en las tasas más cortas lo que se vio fomentado por flujos negativos asociados a incertidumbres políticas locales a causa de la pandemia, a un nuevo retiro de fondos previsionales y un retiro de las rentas vitalicias. Las tasas de corto y mediano plazo subieron hasta 90 puntos base mientras que las de más largo plazo 30.

Curva Real



Expectativas de inflación



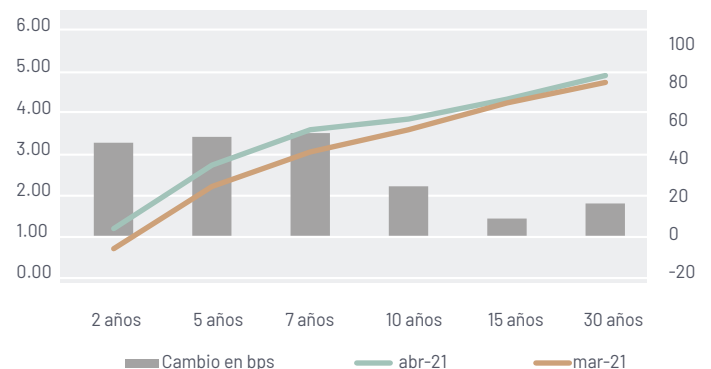
SPREAD CORPORATIVOS

- Spreads AAA se expandieron durante abril, a comienzos del mes se encontraban en torno a 55 puntos base y pasaron a niveles de en torno en 65 puntos base debido a las alzas en la tasa base y a la salida de flujos. Por su parte, los papeles AA de mayor duración pasaron de 90 a 110 puntos base ante el escenario de volatilidad local. Finalmente, los spreads de mayor riesgo no se han visto tan afectados debido al sobre castigo que arrastraban desde el estallido social de 2019 el cual se ha venido corrigiendo ante las expectativas de un 2021 de recuperación económica, tanto en el ámbito local como en el externo.

TASAS NOMINALES

- En tasa nominales más cortas (bajo un año) no vimos movimientos, ya que se encuentran ancladas al nivel de la TPM el cual sigue fija en su mínimo histórico con expectativas de que no se moverá por un tiempo prolongado, sin embargo, dados los acontecimientos del mercado local vimos subidas en las tasas de mediano y largo plazo

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones mayo 2021



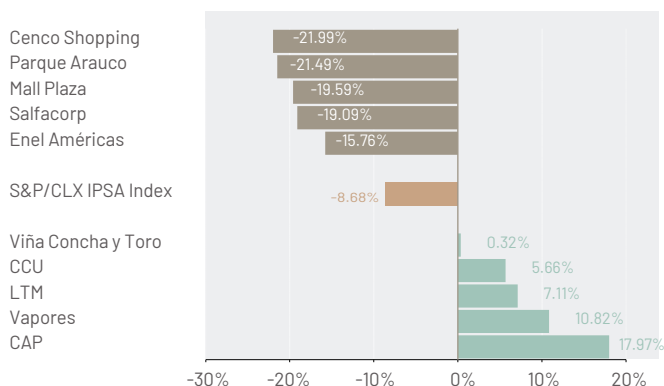
Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

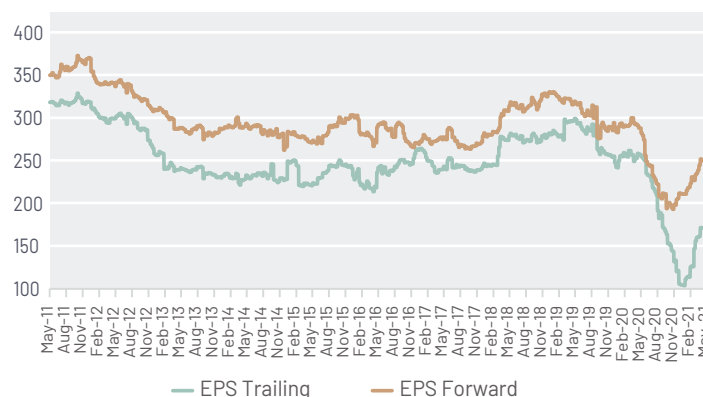
- Durante el mes de abril la bolsa local experimentó una caída de 8,7%, esto se debe principalmente al recrudecimiento de la crisis política que el país experimenta desde octubre de 2019. Durante el mes se aprobó un tercer retiro de un 10% de los fondos de pensiones que llevó al gobierno a recurrir al 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.

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

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- Continuamos con una mirada favorable para el sector bancario, pero comienza a mostrar señales de estancamiento. Luego de que los tres primeros meses del año fueran atípicos para la banca en términos de comportamiento de pago de los clientes y consigo un bajísimo gasto en provisiones de riesgo de crédito, el mercado comienza ya a interiorizar completamente este buen escenario, dejando al sector financiero como el ganador en el IPSA en el primer trimestre del año.

Creemos que este escenario favorable para los bancos chilenos se mantendrá hasta al menos la primera mitad del año, debido a las constantes ayudas de liquidez y pago por parte del estado tanto hacia personas como empresas, las cuales han permitido a los bancos tener un menor gasto en provisiones e incluso en algunos casos liberar provisiones constituidas durante el 2020. Sin embargo, es necesario estar atento ante una normalización en el pago de los clientes hacia a la segunda mitad del año, donde incluso los bancos más grandes ya han comenzado a realizar provisiones voluntarias a modo de resguardo.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021

Local



Visión Económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- El fuerte repunte en los sectores manufacturero y de servicios en la economía estadounidense, así como los estímulos fiscales y los nuevos proyectos en proceso de aprobación en aquella economía, han dado soporte a mejores expectativas de recuperación económica para México durante 2021. Si bien, entidades internacionales estiman un crecimiento en el PIB local de 5%, las recientes encuestas de Citi y Banxico hechas a especialistas privados arrojan pronósticos apenas debajo de esa cifra; pronóstico que es resultado de la mayor derrama económica en EE. UU., el incremento en remesas a México, y a que este país se convierte de nuevo en el principal socio comercial del primero.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- Con la inflación alcanzado niveles de 6%, prácticamente se elimina el espacio para que el banco central haga algún ajuste adicional a su tasa de política monetaria, misma 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.

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 incremento en los precios de mercancías y agropecuarios principalmente. Durante el 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.

¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Al cierre de abril, el dólar había registrado 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.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La recuperación económica en Estados Unidos, así como la derrama económica resultado de los paquetes de estímulo y proyectos de inversión en aquel país soportan la expectativa de que México reportaría crecimiento económico cercano al 5% en 2021. Con lo anterior, el capital que ingresa al país vía remesas, así como el incremento en los precios de las materias primas en nivel global también impulsarían los niveles de inflación al 4,6% promedio, según especialistas encuestados por Citi y el propio banco central local. A pesar de lo anterior, se estima que Banxico dejará sin cambios su tasa de política monetaria lo que resta del año en 4%. Finalmente, se estima un tipo de cambio cercano al 20,50 MXN/USD a cierre 2021.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021



Visión Renta Fija local

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

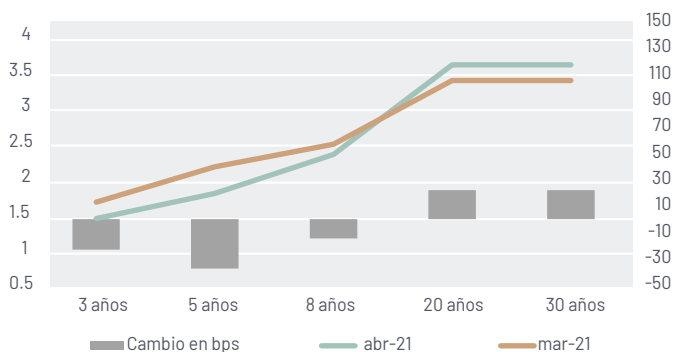
- Durante abril, la presión que la curva de bonos del tesoro había ejercido sobre las curvas locales disminuyó. A pesar de lo anterior, los activos de renta fija reportaron resultados mixtos. Por un lado, la curva nominal reportó incrementos, claramente visibles en los nodos medios y largos que promediaron 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

ESTRATEGIA	ABRIL	MAYO
Duración	N UW	N UW
Curva	STEEP	STEEP
Corporativos	N OW	N OW
Real vs. Nominal	N	N

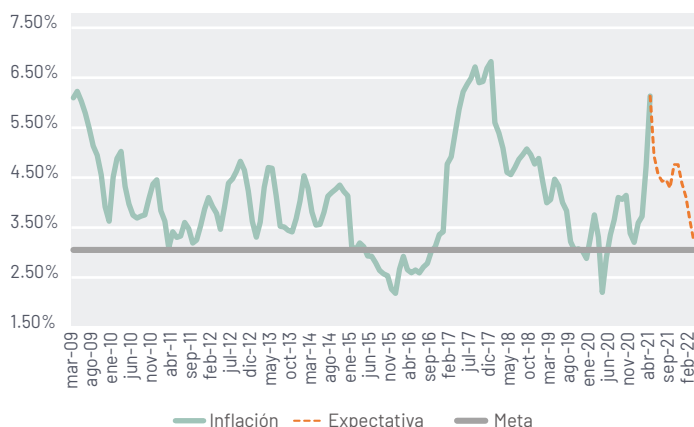
TASAS REALES

- En abril, la inflación alcanzó niveles cercanos al 6%. Este hecho devuelve atractivo a los Udibonos que durante este periodo resultó en un empinamiento de la curva real donde el nodo más corto descendió 80 puntos base, mientras que la parte más larga de esta se incrementó en 20. Esta dinámica ocurrió ante menores presiones desde la curva de bonos del tesoro americano que en meses anteriores marcó la dinámica alcista generalizada de los activos de renta fija.

Curva Real



Expectativas de inflación



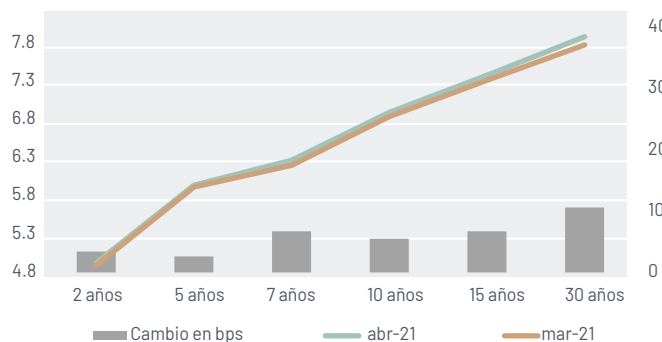
SPREAD CORPORATIVOS

- Durante abril se registró un incremento del dinamismo de colocaciones de bonos corporativos. En este periodo se alcanzó un monto de \$21.555 millones de pesos, en comparación con poco más de \$9.000 millones en marzo. En mayo, se estima que la cifra alcanzará \$27 mil millones, donde se destacan la CFE con un objetivo de colocación de \$5 mil, la embotelladora AC con \$4,5 mil, FERROMEX con \$3 mil, y CETELEM y GRUMA con \$2.000 mil millones cada uno. Contrario a la preferencia en el 2S20, las emisiones en 2021 se han hecho a TIIE 28 (75%). Mientras los spreads han mantenido una relativa estabilidad en lo que va del año.

TASAS NOMINALES

- A pesar de que la curva de bonos americanos reportó descenso durante abril, y la agencia calificadora Moody's, entre otras, ratificara la calificación crediticia de México por encima del grado de inversión, la curva de tasas nominales local registró incrementos que fueron de mayor magnitud en sus nodos medios y largos. Esto se dio ante una tendencia de corto plazo alcista en inflación e incertidumbre generada desde el interior con factores de riesgo como las próximas elecciones, la situación de las finanzas públicas y el potencial daño al marco de legalidad en el país ante decisiones desde el gobierno en curso.

Curva Nominal



Visión mensual de inversiones mayo 2021



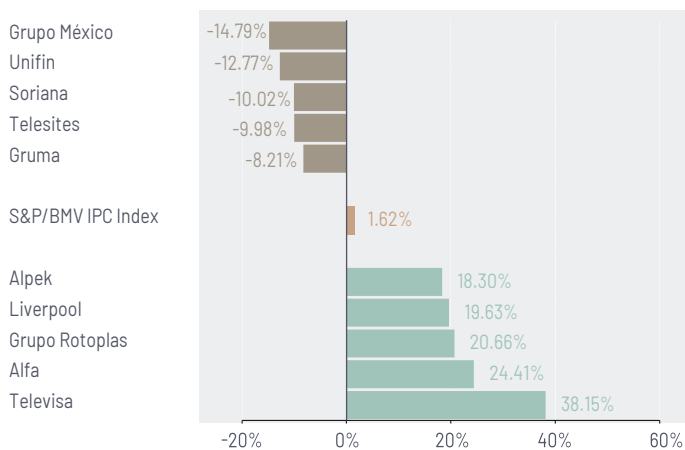
Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- La bolsa mexicana es una de las de mejor rendimiento en lo que va del año (+10%) 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.

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

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- En abril, el índice local rentó 1,6% liderado por los sectores Utilities, Telecomunicaciones y Consumo discrecional. Los dos primeros sectores se encontraban bastante rezagados respecto al índice, y un par de operaciones puntuales le dieron impulso a algunos de estos nombres. El buen desempeño del sector utilities se explica por IEnova: Sempra Energy planea intercambiar a los dueños minoritarios de IEnova —poseedores de 29,83% de la compañía— acciones propias por las de la

mexicana, de manera que estos reciban 0,0323 acciones de la estadounidense por cada título, lo que valúa la acción de esta última en 87,2 pesos. Finalmente, por el lado del sector Telecom, el papel que más subió en el mes fue Televisa luego que la empresa accediera a vender sus activos de medios, contenido y producción a Univisión por 4.800 millones de dólares. El acuerdo contempla el respaldo financiero de SoftBank y Google.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021

Local



Visión Económica local

CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En febrero, el PBI se contrajo 4,18% a/a, debido al endurecimiento de restricciones para combatir la pandemia. Con esto, la actividad económica acumuló una contracción de 11,9% en los últimos doce meses. Minería e Hidrocarburos mantuvo su desempeño negativo (-5,43% a/a) junto a Servicios (-12% a/a), y Alojamiento y Restaurantes (-56% a/a). Mostraron cifras positivas: Construcción (14% a/a), Pesca (8,11% a/a), y Financiero y Seguros (17,1% a/a). Los despachos locales de cemento crecieron 151% en marzo debido a la base comparativa baja (+21% vs marzo 2019). El consumo de electricidad en abril se expandió 41% a/a y -1% frente al mismo mes de 2019, lo que muestra la recuperación en la actividad económica.

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.

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.

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%.

¿Y 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 3,65-3,60 soles por dólar, con marcados riesgos al alza ante la fragmentación del Congreso que restará gobernabilidad al ganador.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las cifras de actividad económica en marzo mostrarán los efectos de las restricciones de movilidad y esperamos que evidencien recuperación como vimos en indicadores adelantados de demanda interna a partir de abril. Los estimados del BCRP para 1T21 se redujeron de 2,7% a 1,5% a/a. De la misma manera, los estimados para 2021 del BCRP se moderaron de 11,5% a 10,7% citando demoras en la recuperación de la demanda interna y sobre todo en el sector servicios; mientras tanto, el mercado anticipa un crecimiento de 9% en 2021 y el FMI 8,5%, ambos por debajo de la caída de 11% vista durante 2020. La inflación esperada por el mercado para 2021 se ubicó en 2,0%, mientras que las expectativas a 12 meses se ubicaron en 2,17% con tendencia al alza debido a la recuperación de la demanda interna.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021



Visión Renta Fija local

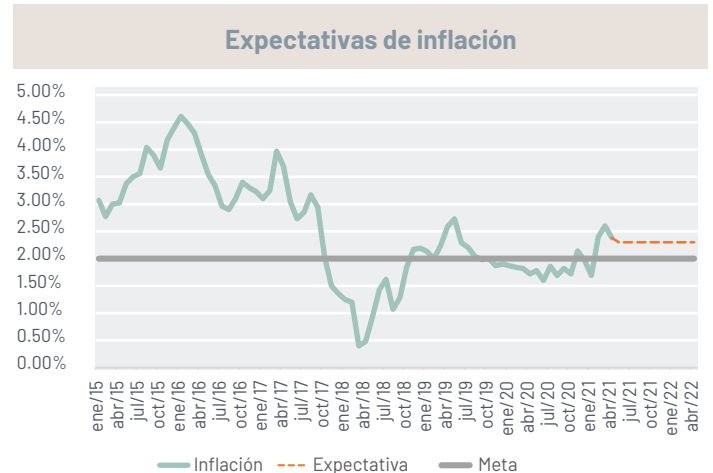
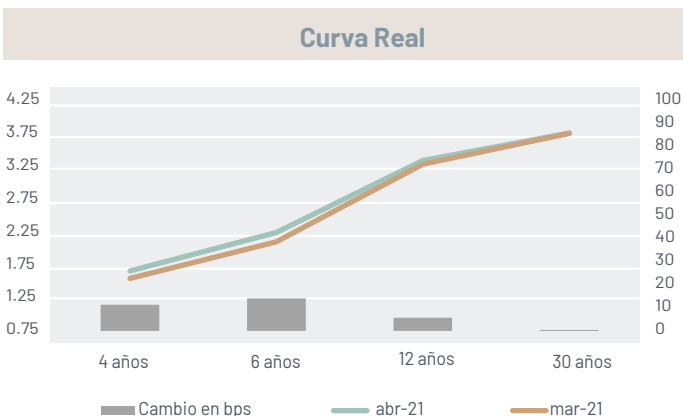
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- 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 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.

ESTRATEGIA	ABRIL	MAYO
Duración	N	N
Curva	OW	N
Corporativos	UW	UW
Real vs. Nominal	UW	N

TASAS REALES

- En marzo, la tasa de referencia del Banco Central del Perú se mantuvo en 0,25%; mientras que, las expectativas de inflación a 12 meses incrementaron en 6 puntos base, pasando de 2,11% a 2,17%. Por lo tanto, la tasa real fue -1,92%.

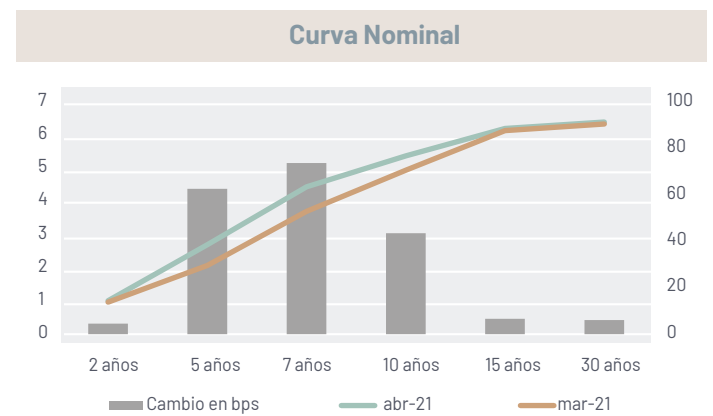


SPREAD CORPORATIVOS

- En abril, los spreads corporativos en soles de los bonos AAA con duración de 1 a 2 y 3 a 5 aumentaron aproximadamente 31 puntos base. Similar comportamiento se observó en los bonos AA local con duración 5 a 7, los cuales aumentaron 21 puntos base durante el mes. Basado en ello, decidimos mantener nuestro posicionamiento en bonos corporativos locales en underweight por los niveles actuales de spread. Asimismo, los resultados de la primera vuelta electoral han disminuido la liquidez en soles lo cual puede afectar los spreads corporativos.

TASAS NOMINALES

- Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 0,58%, mayor en 3 puntos base respecto del mes anterior.



Visión mensual de inversiones mayo 2021

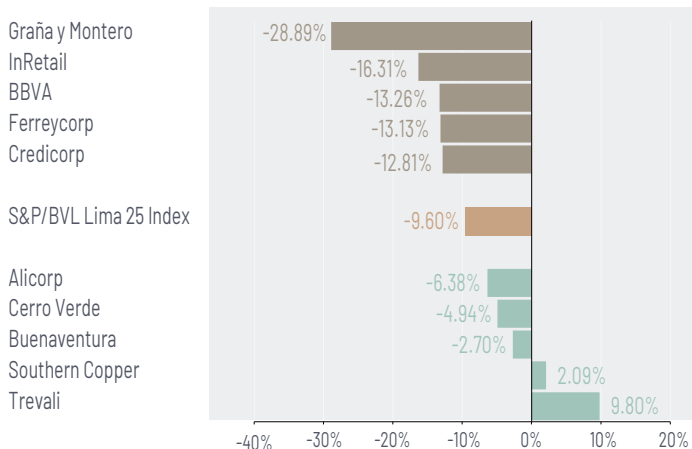


Visión renta variable local

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

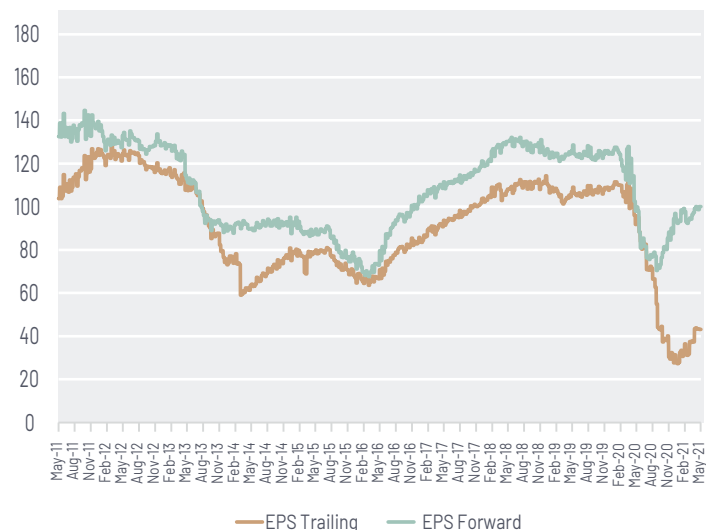
- En el mes de abril, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima se contrajo un 9,6%. Las acciones mineras rindieron 0,7% en el mes, con Buenaventura retrocediendo 2,7% y Southern Copper apreciándose 2%. Construcción cayó 13,1%, con Aenza, Unacem y Ferreycorp retrocediendo 28,9%, 11,1% y 13,3%, respectivamente. El sector consumo disminuyó en 11,4%, con Inretail y Alicorp cayendo 16,3% y -6,38%, respectivamente. Utilities se contrajo 17,9%. Los papeles financieros retrocedieron 11,7%.

Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia de Research	ABRIL	MAYO
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	N	N
Industrial	N	N
Materiales	OW	OW
Minería	OW	N
Utilities	N	OW

EPS Trailing & Forward



ANÁLISIS DE MERCADO

- Durante el mes de abril, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima tuvo una fuerte contracción debido a la incertidumbre por las elecciones presidenciales. Los sectores más castigados fueron Utilities y Construcción con un retroceso de 17,9% y 13,1%, respectivamente. Las últimas encuestas dan como favorito a Pedro Castillo (candidato de izquierda) con más de

10% de ventaja sobre Keiko Fujimori (candidata pro mercado). En relación a ello, el mercado peruano seguirá reaccionando a las nuevas encuestas, por lo cual esperamos que la volatilidad se mantenga en las próximas semanas hasta el domingo 06 de junio, día de la segunda vuelta electoral.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021

Local



Visión Económica local

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.

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.

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 EEUU 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.

¿Y 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.

EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La expectativa de crecimiento del PBI para 2021 se corrigió a la baja desde 3% a 2,7%, mientras que la de 2022 se corrigió al alza desde 2,5% a 2,63% según la encuesta de expectativas del BCU. El notable deterioro en la situación sanitaria tendría un fuerte impacto en el primer semestre de este año, mientras que el sostenido avance en la vacunación mejora las perspectivas para el segundo semestre de este año y 2022. Por otra parte, las expectativas de inflación para 2021 y 2022 permanecieron estables según la encuesta que releva el BCU. No obstante, la inflación implícita en el precio de los instrumentos financieros a plazos mayores tendió a corregirse levemente al alza, situándose para los años 2023, 2024 y 2025 ligeramente por encima del rango meta.

Visión mensual de inversiones

mayo 2021



Visión Renta Fija local

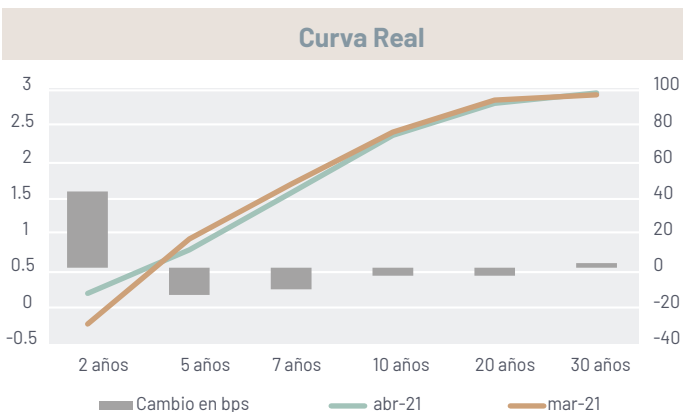
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- 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 incomodo 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.

ESTRATEGIA	ABRIL	MAYO
Duración	N	UW
Curva	UW	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	UW

TASAS REALES

- La curva de tasas reales registró una fuerte corrección en el tramo corto de la curva. La magnitud de este movimiento terminó dejando a toda la curva con rendimientos positivos para quienes tomen nuevas posiciones en esta clase de activo, algo que no veíamos desde el mes de enero. El avance en la vacunación permite ser optimistas hacia un mayor dinamismo de la actividad en el segundo semestre, cuando los servicios más afectados puedan ir reincorporarse paulatinamente. Por otra parte, como lo ha expresado el Banco Central en reiteradas ocasiones, en condiciones más normales el énfasis de la política monetaria debería estar en hacer converger la inflación y sus expectativas al rango meta, lo cual implica un sesgo contractivo con tasas reales de corto plazo más altas.



SPREAD CORPORATIVOS

- Los spreads corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local acompañaron a sus pares soberanos, aunque en menor magnitud. En este sentido las obligaciones negociables de La Tahona vieron una comprensión en su spread de 9 puntos base, quedando con un rendimiento al vencimiento de 2,78%, mientras que las obligaciones negociables de Zonamerica y los títulos de deuda de Corporación Vial serie 6 vieron una ampliación en sus spreads de 6 y 7 pbs respectivamente, dejando los rendimientos al vencimiento en 3,68% y 3,26%.

TASAS NOMINALES

- En abril las tasas de interés nominales continuaron su recuperación iniciada en el mes de marzo. Las tasas de más corto plazo registraron los mayores avances propiciando un aplanamiento de la curva. Luego de una cierta recuperación a principios de mes, el apetito por las letras de regulación monetaria se fue desvaneciendo, lo que obligó al Banco Central a validar tasas más altas en las licitaciones a plazos más largos. El fuerte avance del dólar en marzo, así como una continua salida de no residentes de este tipo de instrumentos da la pauta del poco atractivo que presenta la curva de tasas nominales en esta coyuntura, donde poco a poco el mundo se mueve hacia tasas más altas. A fin de mes, una menguada liquidez terminó exacerbando el movimiento al alza.

