

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

Mantenemos una visión positiva en renta variable

### Resumen estrategia

- Si bien hemos disminuido levemente la convicción en meses recientes ante señales más cercanas a neutral de nuestros modelos cuantitativos, mantenemos una visión positiva para la renta variable. Nuestro escenario base es que, a pesar de que algunas regiones ya habrían pasado el pico del crecimiento, este seguirá sobre el potencial durante los próximos trimestres, favoreciendo acciones por sobre bonos. En ese contexto y en la medida en que la recuperación no se vea interrumpida por un factor exógeno, consideramos que las tasas de interés deberían retomar la tendencia al alza que mostraron durante el primer trimestre. Lo anterior cobra especial relevancia ante el anuncio del presidente de la Reserva Federal de comenzar con el retiro del estímulo monetario hacia finales de este año. Es por ello que utilizamos a la renta fija como financiador. En oro mantenemos una visión neutral, puesto que su característica de refugio contra la inflación no se ha materializado pese a las altas lecturas que hemos visto en los últimos meses, y su relación inversa con las tasas de interés reales lo hacen vulnerable a una eventual alza de las mismas frente al escenario antes mencionado.
- Dentro de renta variable mantenemos preferencia por desarrollados sobre emergentes. Dentro de desarrollados, nuestras mayores preferencias son Estados Unidos y la Eurozona, puesto que ambas llevan un avanzado proceso de vacunación y dan soporte a sus economías a través de estímulos fiscales y monetarios. También, contamos con preferencia por Japón, pero en menor medida. Su rezago con respecto a otras regiones representa una oportunidad. Sin embargo, la actividad doméstica aún sigue débil. En el Reino Unido mantenemos la neutralidad. En emergentes, contamos con un subponderar en China debido a la desaceleración que experimenta y a la mayor regulación del sector privado. También contamos con una visión poco constructiva de Latinoamérica debido a preocupaciones sobre la estabilidad fiscal de Brasil, país más importante de la región. En Rusia mantenemos la neutralidad.
- Dentro de renta fija contamos con una visión positiva en High Yield, ya que se ven beneficiados del mayor dinamismo. Mantenemos la neutralidad en Investment Grade y en deuda emergente, tanto en moneda local como en moneda dura, dado que, si bien presentan atributos con respecto a las otras categorías, se ven afectadas por la desaceleración de China. Finalmente, en Bonos del Tesoro mantenemos una visión negativa debido a que las tasas de mercado deberían retomar su tendencia al alza.

### Recomendación

- Menor preferencia   
 = Neutral   
 + Mayor preferencia

| VISIÓN GLOBAL                      | SEPTIEMBRE |
|------------------------------------|------------|
| <b>TOTAL RENTA FIJA</b>            | <b>- -</b> |
| Deuda Emergente USD                | =          |
| Deuda Emergente Local              | =          |
| High Yield                         | +          |
| Investment Grade                   | =          |
| Tesoro Americano                   | - -        |
| <b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>        | <b>+ +</b> |
| <b>Renta Variable Emergente</b>    | <b>-</b>   |
| Asia Emergente                     | -          |
| Latinoamérica                      | -          |
| Europa Emergente                   | =          |
| <b>Renta Variable Desarrollada</b> | <b>+ +</b> |
| Estados Unidos                     | +          |
| Europa Desarrollada                | +          |
| Reino Unido                        | =          |
| Asia Desarrollada                  | +          |
| <b>COMMODITIES</b>                 | <b>=</b>   |
| Oro                                | =          |

| VISIÓN LATINOAMÉRICA | SEPTIEMBRE |
|----------------------|------------|
| Chile                | =          |
| Perú                 | -          |
| México               | +          |
| Brasil               | -          |
| Colombia             | +          |

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



↑  
**11,08%**  
 Colombia experimenta una importante recuperación

↓  
**-1,14%**  
 Preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal golpean a bolsa brasileña

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

### Local



### Visión económica local

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- La economía chilena creció durante julio un 18,1% con respecto al mismo mes del año anterior, estando 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.

#### 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 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.

#### 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 gatillarías 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%) y Vivienda y servicios básicos (0,9%).

#### ¿Y 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.

#### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- En su último IPoM de septiembre, el banco central incrementó las expectativas de inflación a un 5,7% para finales de este año, muy por encima de su objetivo. El tipo de cambio también ha experimentado incrementos, acercándose nuevamente a los 800 pesos por dólar. Finalmente, esperamos que la tasa de política monetaria llegue a su nivel neutral de 3,25% durante el próximo año.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

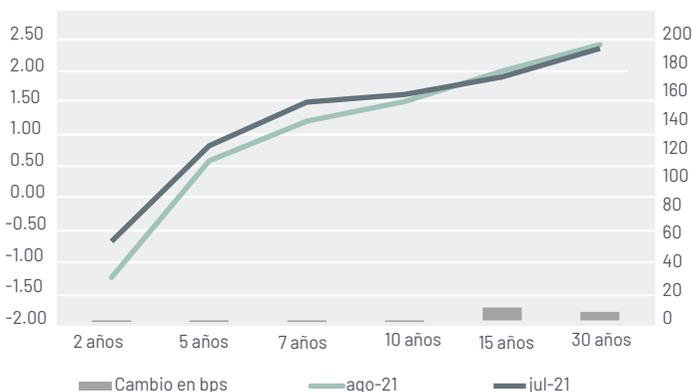
- Dentro de renta fija local contamos con un neutral en duración. Durante meses anteriores teníamos una posición corta en duración debido a que había muchas presiones al alza. Sin embargo, tras el anuncio del banco central de subir la TPM en 75 puntos básicos y los movimientos que esto generó en el mercado, 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.

| ESTRATEGIA       | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------|--------|------------|
| Duración         | UW     | N          |
| Curva            | OW     | OW         |
| Corporativos     | OW     | OW         |
| Real vs. Nominal | OW     | OW         |

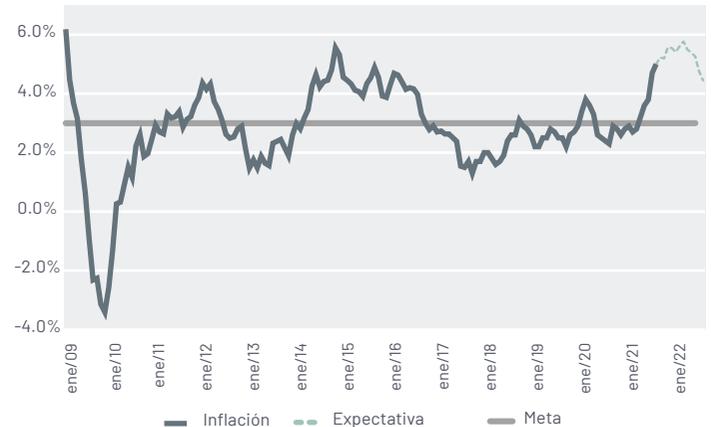
#### TASAS REALES

- El IPC de julio sorprendió al alza con una lectura de 0,8% versus el 0,4% esperado. Con ello, la variación en doce meses acumuló un 4,5% generando importantes caídas en la parte corta de la curva real, promediando 40 puntos base. La parte media cayó en torno a 20 puntos, mientras la parte larga no presentó grandes variaciones.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



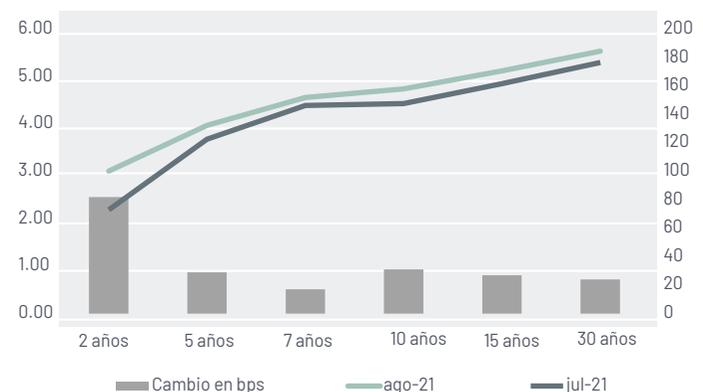
#### SPREAD CORPORATIVOS

- Durante el mes, los flujos siguieron negativos. Sin embargo, con mucho menor fuerza que en meses anteriores, lo que sumado al IPC de julio con sorpresa al alza, les dio un respiro a los spreads. Papeles AAA que se encontraban en niveles de 80 puntos base se mantuvieron. Los papeles corporativos de calificación AA y A siguen castigados, con spreads cercanos a 130 y 200 puntos base en promedio respectivamente, los cuales tampoco presentaron variaciones.

#### TASAS NOMINALES

- Las tasas nominales cortas sufrieron importante subidas producto del IPC sobre lo esperado, ya que generó mayores expectativas inflacionarias presionando al banco central a normalizar la política monetaria más rápido de lo anticipado. Con todo, las tasas de corto plazo se incrementaron en promedio 60 puntos base, mientras que las duraciones medias y largas en 25.

#### Curva Nominal



## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

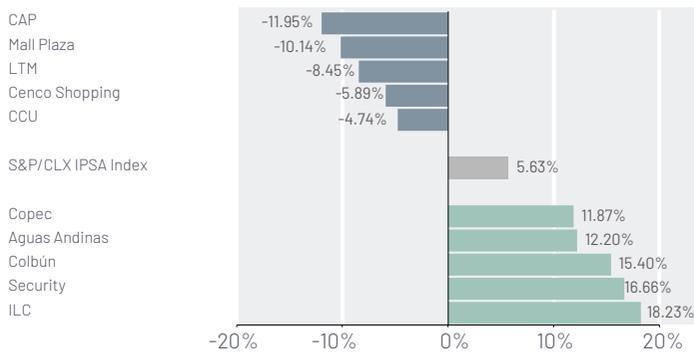


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

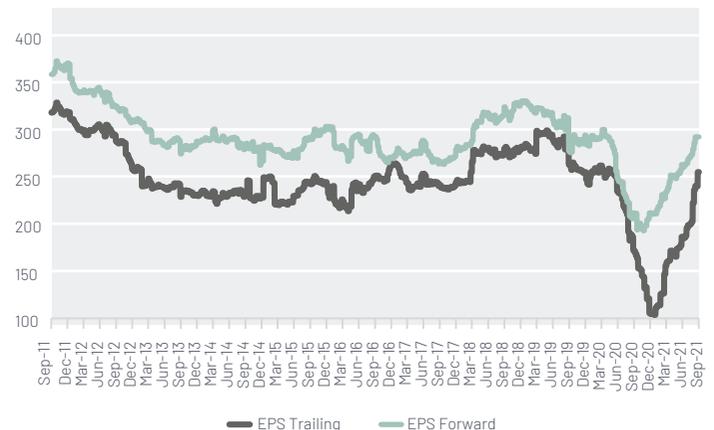
- Durante el mes de agosto, la bolsa chilena presentó un avance de 5,6%. Por un lado, la situación sanitaria dentro del país ha permitido levantar gran cantidad de restricciones. Por otro lado, la gran cantidad de liquidez en manos de los consumidores debido a retiros de fondos de pensiones y transferencias 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% de ellas superaron las expectativas de los analistas. Dentro de los sectores de mejor desempeño encontramos al Financiero, que se ha visto beneficiado por mayores lecturas de inflación 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.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



| Estrategia de Research | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------------|--------|------------|
| Consumo Básico         | OW     | OW         |
| Consumo Discrecional   | OW     | OW         |
| Energía                | N      | N          |
| Financiero             | UW     | UW         |
| Industrial             | OW     | OW         |
| Real Estate            | N      | N          |
| Materiales             | OW     | OW         |
| Telecomunicaciones     | OW     | OW         |
| TI                     | N      | N          |
| Utilities              | UW     | UW         |

#### EPS Trailing & Forward



#### ANÁLISIS DE MERCADO

- El 1 de septiembre el banco central acordó subir en +75 bps la TPM, llegando a una tasa de 1,5%. La razón detrás de esto ha sido la fuerte presión inflacionaria evidenciada en el mes de julio y que esperan se mantenga a lo largo de todo el 2021 finalizando el año con una inflación cercana a 5,7%. Señales mixtas confunden el escenario actual de la banca chilena, ya que este cambio en la TPM aumenta tanto el costo de fondeo de los bancos, como la posibilidad de prestar a tasas más altas. Sin embargo, el escenario actual de la generación de crédito no muestra señales auspiciosas de poder traspasar esta alza de tasas a mayores ingresos, principalmente por la debilidad

actual de la cartera consumo que se explica por los retiros de los fondos de pensiones y la extensión del IFE. Estos dos últimos efectos han generado un exceso de liquidez del sistema que se traduce en los altos niveles de inflación actuales. En el corto plazo esperamos que los bancos sigan mostrando buenos resultados producto de los altos niveles de inflación, pero que se van a ver ajustados en parte por el alza de tasas. En el largo plazo, con un mayor dinamismo en la generación de crédito, esperamos un escenario muy favorable para la banca en Chile.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

### Local



## Visión económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Durante junio, la economía peruana creció 23,45% con respecto al mismo mes del año anterior, con esto, la economía peruana creció un 20,94% durante el primer semestre del 2021. Dentro de los sectores que más destacaron, encontramos a el sector construcción con una expansión interanual de 90,74%, al comercio con 38,06% y al sector manufacturero con 19,09. El sector de minería e hidrocarburos, muy importante para la economía peruana, presentó una expansión de 7,78%.

### 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.

### 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 10 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 elegido 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%).

### ¿Y 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.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Las expectativas de inflación a un año se han acelerado hasta el 3,07%. Ello, junto a las altas lecturas de inflación que hemos visto durante los últimos meses, ha llevado al Banco Central de Perú a subir su tasa de referencia, en línea con sus pares de la región. Con respecto al crecimiento, el Gobierno ha llevado sus expectativas para este año de 10% a 10,5%, por lo que se convertiría en uno de los países con mayor crecimiento en la región. Sin embargo, no será suficiente para compensar la contracción que experimentó el país durante el año pasado. Para el 2022, el Gobierno espera un crecimiento de 4,8%.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021



### Visión renta fija local

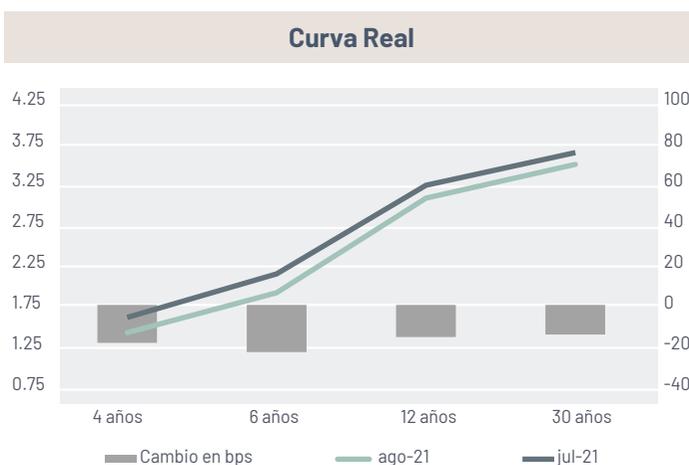
#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- 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.

| ESTRATEGIA       | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------|--------|------------|
| Duración         | UW     | UW         |
| Curva            | UW     | N          |
| Corporativos     | UW     | UW         |
| Real vs. Nominal | OW     | OW         |

#### TASAS REALES

- En agosto, la tasa de referencia del Banco Central del Perú aumentó a 0,5%; mientras que las expectativas de inflación a 12 meses resultaron en 3,07%, continuando por encima del rango máximo. Esperamos que se mantengan elevadas conforme continúen los efectos generados por el alza del tipo de cambio y de los commodities.

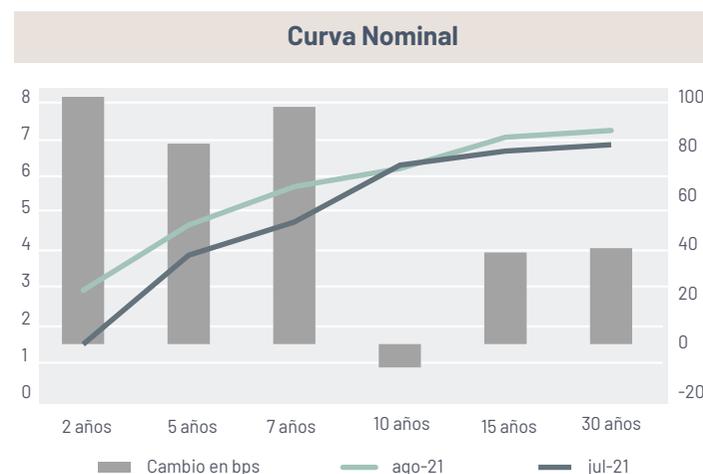


#### SPREAD CORPORATIVOS

- En agosto no hubo movimientos significativos en los spreads en los corporativos AAA en promedio, los cuales fueron los instrumentos más negociados en el mercado secundario. Por el lado de los bonos AA, hubo una disminución de spreads en 13 puntos básicos en promedio. Nos posicionamos underweight en corporativos locales, principalmente por el riesgo de curva base, el riesgo político que pueden tener algunos sectores extractivos y la poca liquidez del mercado financiero.

#### TASAS NOMINALES

- Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 0,92%, mayor en 3 puntos base respecto del mes anterior.



## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

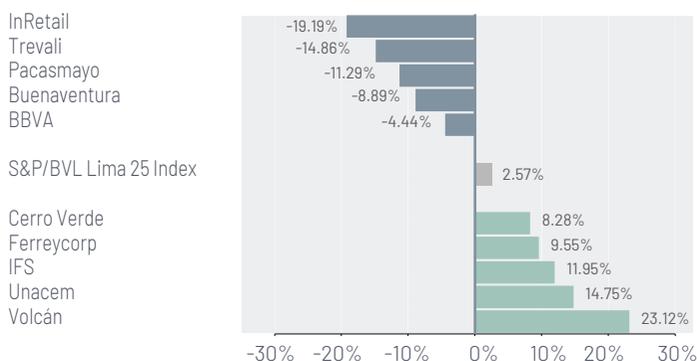


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

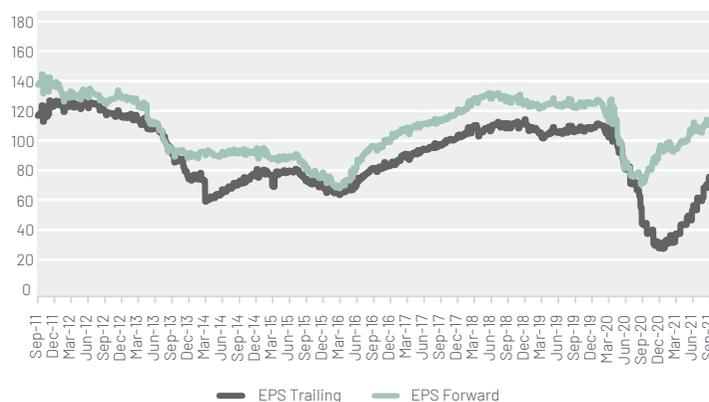
- En el mes de agosto, el SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima avanzó un 2,6%. Sin embargo, tras el inicio del nuevo Gobierno, el sector consumo fue uno de los más golpeados. Las acciones mineras retrocedieron 1,9% en el mes, con Buenaventura cayendo 8,9% y Southern Copper 3,3%. Construcción se apreció en 2,0%, con Unacem subiendo 14,8% y Ferreycorp 9,55%, pero Aenza retrocediendo 0,7%. El sector consumo disminuyó en 10,8%, con Inretail y Alicorp cayendo 19,2% y 1,56%, respectivamente. Utilities se contrajo 9,6% y se encuentra como uno de los sectores más atractivos en valorización. Los papeles financieros rindieron 6,1%, con Credicorp e IFS subiendo 5,3% y 11,9%, respectivamente.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



| Estrategia de Research | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------------|--------|------------|
| Consumo Básico         | OW     | OW         |
| Consumo Discrecional   | N      | N          |
| Financiero             | N      | N          |
| Industrial             | UW     | N          |
| Real Estate            | OW     | OW         |
| Telecomunicaciones     | OW     | OW         |
| Materiales             | UW     | UW         |
| Utilities              | OW     | OW         |

#### EPS Trailing & Forward



### ANÁLISIS DE MERCADO

- En el discurso de pedido de confianza, el primer ministro dio a conocer algo más de detalle sobre los planes del Ejecutivo. Lo más concreto fue el plan de infraestructura: pavimentación de 3.960 km y mejoramiento de 1.026 km de carreteras hasta 2024, incluyendo una nueva carretera central de 136 km con una inversión de 11 bn de soles. Se comentó brevemente sobre la necesidad de incrementar la recaudación en minería, sobre todo en épocas de precios altos de los metales, aunque el mecanismo no es claro. Por último, se implementará a través

del Banco de la Nación una cuenta para todos los peruanos solo con el documento de identidad buscando, además, repotenciar la oferta crediticia del Banco de la Nación en lugares con menor presencia comercial.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

### Local



## Visión económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Con la más reciente actualización de las expectativas de Banxico sobre la economía mexicana, se pronostica que el PIB en 2021 podría ubicarse por encima del 6%. Esta cifra está en línea con lo que dijeron aquellos especialistas privados en la más reciente encuesta hecha por el propio banco central. En gran medida, este rebote económico se sustenta en la fortaleza que muestra EE. UU., lo que deriva en demanda externa de productos locales y la derrama económica que, entre otras, regresa al país en forma de remesas. Finalmente, con la aprobación en el Senado americano de un paquete presupuestario de USD 3,5 billones, además de otro por USD 1 billón para proyectos de infraestructura, se prevé que los beneficios para la economía local podrían continuar.

### 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.

### 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 periodo 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.

### ¿Y 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 estadounidense, dinámica que podría continuar gracias a los proyectos presupuestarios que se avecinan. Por otro lado, la inflación, pero sobre todo las 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 apuntalaría 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%.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La recuperación económica global se mantiene gracias a que la vacunación avanza y los grandes bancos centrales no han retirado estímulos. Sin embargo, el ritmo actual es más moderado. México se sigue beneficiando de los apoyos entregados en EE. UU. y qué decir de la fuerte recuperación reportada en esta economía. Gracias a lo anterior, se espera que la economía mexicana crezca por encima del 6%, según recientes estimaciones de Banxico. Por otro lado, algunas disrupciones en líneas de suministro y altos precios en las materias primas llevarían a la inflación en 2021 a niveles también del 6%. En este sentido, y aunque se describe a la inflación actual como transitoria, Banxico haría un par de alzas más en el año para ubicar la tasa de referencia en 5%.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

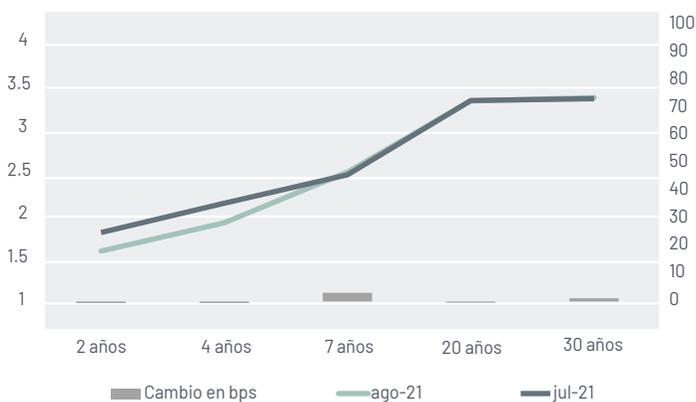
- La recuperación económica se mantiene, aunque a un ritmo menor, y se acompaña de presiones inflacionarias a nivel global. Este hecho ha justificado las decisiones de Banxico y otros bancos centrales sobre incrementos de tasas. Ante este contexto, se adopta un posicionamiento neutral en términos de 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.

| ESTRATEGIA       | AGOSTO         | SEPTIEMBRE     |
|------------------|----------------|----------------|
| Duración         | N              | N              |
| Curva            | OW (Flattener) | OW (Flattener) |
| Corporativos     | OW             | OW             |
| Real vs. Nominal | N              | N              |

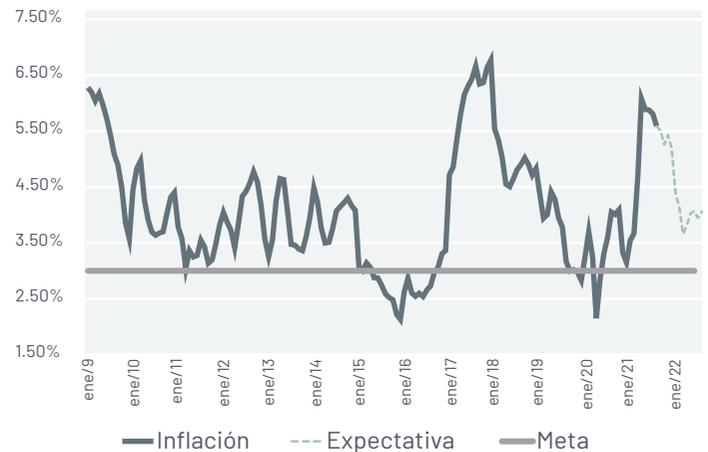
#### TASAS REALES

- La curva local de bonos ligados a inflación reportó en agosto un empinamiento, donde la parte corta descendió en promedio 20 puntos base; a la vez que los nodos medios se incrementaron hasta en 12 básicos. Con una probable moderación en la inflación, y la decisión de política monetaria por parte de Banxico, que llevó la tasa de referencia a 4,5% y que no fue sorpresiva para el mercado, la curva tuvo un comportamiento contrario al observado en el periodo anterior. El banco central podría llevar su tasa a 5% a cierre de año a causa de los niveles elevados de inflación, hecho que podría mantener presión en la parte corta de la curva.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



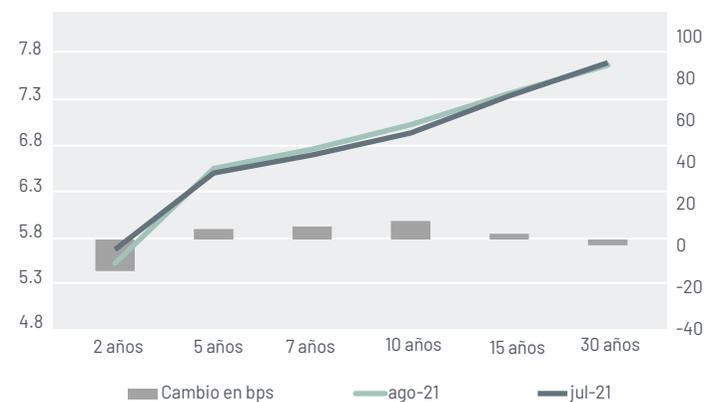
#### SPREAD CORPORATIVOS

- En agosto se reportó un monto de solo \$1.500 millones en colocaciones corporativas. Sin embargo, se espera una reactivación durante septiembre por \$18.450 millones, donde se vislumbran 10 colocaciones, entre tasas fijas y flotantes. Dentro de estas destacan por el monto y porque son verdes, KOF, con el objetivo de levantar \$7.000 millones. También FHIPO, con un bono respaldado por hipotecas que espera \$3.500 millones. Por su parte, en el mercado bancario, BANOBRAS participaría, entre otros, con dos bonos sustentables, con una colocación de \$7.500 millones. Respecto al movimiento de spreads, se observaron contracciones en los bonos globales de BofA, Orbia, Femsa y BBVA; y en sentido opuesto, GE, Coca Cola y Pemex.

#### TASAS NOMINALES

- Durante agosto, la curva de bonos nominales reportó movimientos mixtos con sesgo a la baja en sus nodos más cortos, que promediaron 11 puntos base e incrementos en la zona de 10 años de hasta 10 puntos. Como se esperaba, el banco central local incrementó su tasa de referencia ante niveles elevados de inflación, y se espera que esta dinámica puede continuar. Este hecho ya está en gran medida puesto en los precios por el mercado. Con esto, se vislumbran algunas oportunidades en los nodos medios y largos que se mantienen en niveles más elevados. Sin embargo, dado que la recuperación económica continúa, no se descartan movimientos adversos.

#### Curva Nominal



## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

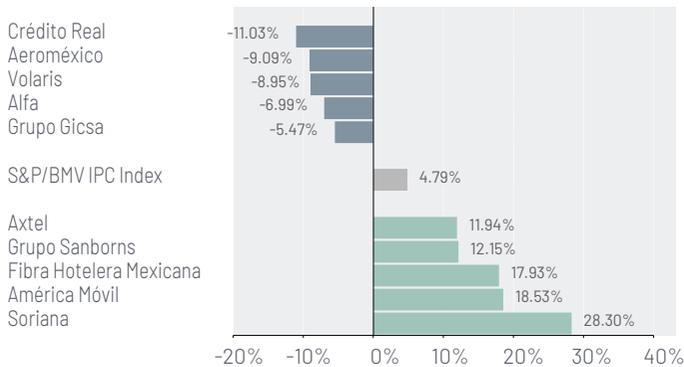


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en Latam (+21%). 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 vs. otras plazas de Latinoamérica (Brasil, particularmente), las cuales ya no se ven tan atractivas respecto a una historia de cinco años.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



| Estrategia de Research | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------------|--------|------------|
| Consumo Básico         | UW     | UW         |
| Consumo Discrecional   | N      | N          |
| Financiero             | UW     | UW         |
| Industrial             | OW     | OW         |
| Real Estate            | OW     | OW         |
| Telecomunicaciones     | UW     | UW         |
| Materiales             | OW     | OW         |
| Utilities              | UW     | UW         |

#### EPS Trailing & Forward



#### ANÁLISIS DE MERCADO

- En agosto, el índice local rentó 4,8% explicado por las empresas "largecap": América Móvil (+18,5%) y Walmex (8,9%). Los resultados se explican por dos motivos: (i) Fuerte entrada de flujos a México, que se ha beneficiado en la región de la incertidumbre política en mercados como Colombia, Chile y Perú. (ii) Actividad de recompra en el caso puntual de América Móvil, que viene recomprando sus acciones a un ritmo de 10 M diariamente (un 20% del volumen de negociación total). Visto de manera sectorial, consumo y telecomunicaciones fueron los

destacados en el mes. Esto puede explicarse, dado que eran sectores que venían rezagados en el año (vs. materiales y consumo discrecional, por ejemplo), así como por su característica más defensiva, en un contexto donde la variante delta ha incrementado el ritmo de contagios en todo el mundo, afectando los niveles de movilidad y actividad económica en los últimos meses.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021

### Local



## Visión económica local

### 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.

### 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 2 años (de entre 3% y 6%).

### 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 estadounidenses presentaron caídas tanto en el tramo corto como en los plazos más largos, mientras que los Bonos del Tesoro de EE. UU. presentaron 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, que 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.

### ¿Y 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.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La expectativa de crecimiento del PBI para 2021 aumentó de 2,60% a 2,70%, mientras que la de 2022 lo hizo de 3,0% a 3,15%, según la mediana de la encuesta de expectativas del BCU. Por otra parte, las expectativas de inflación aumentaron para 2021 a 7,2% y se mantienen para 2022 en 6,7%. En el momento que se realizó la encuesta, los participantes no conocían el aumento de la Tasa de Política Monetaria por parte del banco central en su Comité de Política Monetaria. Por tanto, no queda contemplado el cambio en las expectativas que dicha suba pudo provocar. Por otra parte, la apreciación del peso frente al dólar podría repercutir negativamente en la actividad de cara a la temporada turística.

## Visión mensual de inversiones septiembre 2021



### Visión renta fija local

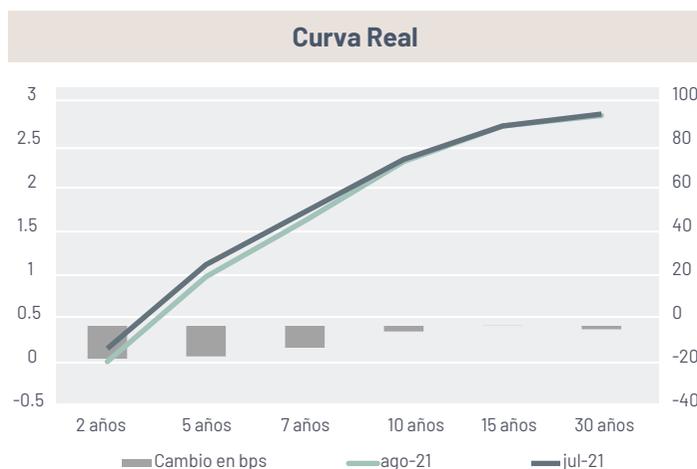
#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

- 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 quienes 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.

| ESTRATEGIA       | AGOSTO | SEPTIEMBRE |
|------------------|--------|------------|
| Duración         | N      | OW         |
| Curva            | N      | UW         |
| Corporativos     | OW     | OW         |
| Real vs. Nominal | UW     | UW         |

#### TASAS REALES

- Las tasas reales permanecieron estables durante agosto, registrando un leve empinamiento sobre fin de mes a partir de una ligera reducción en las tasas de corto plazo. El escaso circulante de títulos de corto plazo continúa dominando la dinámica en este tramo de la curva a pesar de la mejora en las expectativas de crecimiento y sesgo de la política monetaria. En el tramo medio y largo, si bien el volumen operado de bonos globales fue significativamente menor, esto se vio compensado por las emisiones de una nueva nota de tesorería con vencimiento en 2034 y el lanzamiento del fideicomiso financiero de la Intendencia de Maldonado, los cuales captaron financiamiento por el equivalente a USD 49 MM y USD 58 MM con una demanda que superó holgadamente en ambos casos la oferta.

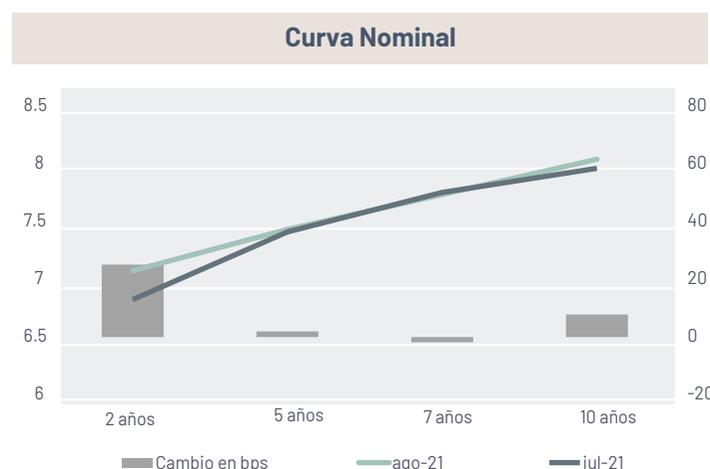


#### SPREAD CORPORATIVOS

- Los spreads corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local tuvieron un comportamiento no homogéneo, a diferencia de sus pares soberanos, donde se registró una compresión de spreads generalizada. Mientras que las obligaciones negociables de La Tahona vieron ampliar su spread en 61 pbs, las de Zonamerica se comprimieron en 28 pbs, y los títulos de deuda senior de Corporación Vial mantuvieron su spread estable con una variación mínima de -2 pbs. Con esto, los rendimientos al vencimiento de los títulos en el orden mencionados quedaron en 3,79%, 3,25% y 3,46%.

#### TASAS NOMINALES

- En agosto las tasas nominales, a diferencia de las tasas reales y en dólares, experimentaron un fuerte aumento a partir del inicio de un ciclo de normalización por parte de la autoridad monetaria. Con esto, el Banco Central del Uruguay se acopla con la mayoría de los países de la región y otras economías emergentes en este mismo rumbo. El control sobre la situación sanitaria y un mayor dinamismo a nivel de actividad le permiten enfocar ahora sus esfuerzos en impactar por esta vía sobre las expectativas de inflación de los agentes, buscando la convergencia hacia el centro del rango meta (4,5%) en el horizonte de política (24 meses). Si bien esta situación ya era conocida, la primera reacción del mercado sugiere cierta sorpresa a partir de las transacciones que siguieron a la decisión.



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.