

## Visión mensual de inversiones octubre 2021

Pese a la mayor volatilidad, los argumentos positivos siguen presentes en los mercados globales

### Resumen estrategia

- Mantenemos una visión constructiva en renta variable, en línea con nuestros modelos cuantitativos. Si bien durante el último mes hemos visto incertidumbre entre los inversionistas ante una desaceleración del crecimiento, lo cierto es que este viene de un nivel muy alto y seguirá estando por sobre su tendencia. Dicho contexto es positivo para los activos de riesgo en general y para las acciones en particular. Desde el frente sanitario, si bien hay riesgos, la situación es positiva: la ola generada por la variante delta va en retroceso en varios de los países afectados, mientras que la disponibilidad de vacunas es cada vez mayor. Dado el contexto anterior, mantenemos una sobreponderación en renta variable mientras utilizamos a renta fija como financiador. El contexto es desfavorable para los bonos: al crecimiento sobre la tendencia se suma un sesgo menos acomodativo de la Reserva Federal tras su reunión de septiembre. Por lo mismo mantenemos la neutralidad en oro, que se traduce en no tener presencia del metal precioso en nuestros portafolios, ya que este presenta una correlación negativa con las tasas de interés reales.
- Dentro de la renta variable mantenemos una preferencia por mercados desarrollados, ya que cuentan con más herramientas para dar soporte a la recuperación económica, tanto desde el frente sanitario como desde el económico. Por el contrario, en emergentes, a una situación sanitaria más delicada, se suma la desaceleración de China que está yendo más allá de lo anticipado y afecta a los mercados menos avanzados en su conjunto. En ese contexto nuestra preferencia es Estados Unidos, donde la recuperación económica prácticamente no se vio afectada por la ola generada por la variante delta. También tenemos preferencia por Eurozona y Japón. Dentro de emergentes adoptamos una posición neutral en Asia Emergente: si bien nuestra visión cualitativa es poco constructiva, nuestros modelos entregan una preferencia por la región. En Europa Emergente mantenemos el neutral. Finalmente, contamos con una visión negativa en Latinoamérica, puesto que la región se ve afectada por la desaceleración china debido a su exposición a las materias primas.
- 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, ya que si bien presenta atributos con respecto a las otras categorías, se ve afectada por la desaceleración de China. Finalmente, en Bonos del Tesoro mantenemos una visión negativa, debido a la tendencia al alza que presentan las tasas de mercado.

### Recomendación

- Menor preferencia   
 = Neutral   
 + Mayor preferencia

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

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

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



↑  
**7,64%**  
 Japón se pone al día y es una de las bolsas que más renta en septiembre

↓  
**-7,49%**  
 Brasil vuelve a tener uno de los peores desempeños a nivel mundial

## Visión mensual de inversiones octubre 2021

### Local



### Visión económica local

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- Durante agosto, la economía chilena experimentó un crecimiento de 19,1% con respecto al mismo mes del año anterior, muy por sobre las expectativas de los analistas (16%). Con respecto al mes anterior, la expansión fue de 1,1%. El crecimiento está explicado por la gran cantidad de liquidez que hay en la economía asociada a los retiros de fondos de pensiones y al Ingreso Familiar de Emergencia que se sigue pagando, pese a la reapertura casi total del país.

#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su última reunión de política monetaria en el mes de agosto, el consejo decidió subir la tasa de política monetaria 75 pb, a un 1,50%, y se espera que suba la tasa en las próximas dos reuniones de política monetaria, llegando a niveles cercanos a 2,5% para el cierre de 2021. Finalmente, el consejo estima que para 2022 llegaríamos a la TPM neutral.

#### TASAS DE INTERÉS

- Durante el mes de septiembre vimos un importante subida en todas las curvas generando un aplanamiento, dado que la parte corta subió casi el doble que la parte larga. Tanto en pesos como en UF vimos presiones al alza, lo que en promedio de ambas curvas fue de 80 puntos base. Lo anterior, producto de las continuas salidas de flujos en la renta fija, tanto de fondos mutuos como de la AFP, a lo cual se sumó la subida del treasury 10 por cerca de 40 pb.

#### INFLACIÓN

- El Instituto Nacional de Estadísticas informó que durante septiembre los precios presentaron una variación de 1,2%, la más alta desde el año 2008. Con esto, la inflación acumula un 4,4% en 2021 y 5,3% en doce meses, nivel no visto desde el 2014. Las doce divisiones que componen el indicador presentaron alzas, donde destacan Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (2,1%), Transporte (2,7%) y Viviendas y Servicios Básicos (0,7%).

#### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante septiembre, el tipo de cambio experimentó una nueva depreciación en el país. El peso chileno volvió, nuevamente, a tocar mínimos del año. Esto estuvo influenciado por factores externos e internos. Por un lado, el cobre experimentó un fuerte retroceso a nivel mundial debido a temores sobre una desaceleración de China más allá de lo anticipado, especialmente tras los eventos ocurridos en su sector inmobiliario, que es intensivo en commodities. A nivel local, el cuarto retiro de fondos de pensiones ha ido ganando terreno y podría ser aprobado durante este mes, pese a que no exista la necesidad y haya un rechazo transversal de académicos de todos los colores políticos.

#### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- El banco central, en su último IPoM de septiembre, amplió las expectativas de inflación a 5,7% para cierre de este año. También hemos visto una subida en el tipo de cambio a niveles de 810 y a 100 pb de subida de TPM los últimos meses, llegando a 1,5%. Se espera que el BCCH haga subidas en las próximas dos reuniones, llegando a cierre de 2021 entre 2,5% y 2,75%

## Visión mensual de inversiones octubre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

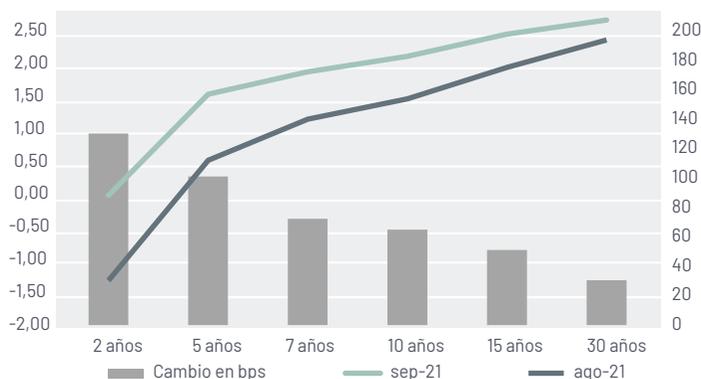
- Dentro de renta fija local, si bien aún hay riesgos presentes en el mercado y tanto flujos como rentabilidades fueron negativos durante septiembre, consideramos atractivas las tasas a niveles actuales, por lo que nos mantenemos en duración neutral. Con respecto a corporativos, mantenemos una posición 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 que consideramos que las expectativas de inflación están muy bajas.

ESTRATEGIA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	N	N
Curva	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

#### TASAS REALES

- Tuvimos un IPC positivo de septiembre de 0,4%, algo sobre lo esperado por el mercado de 0,3%, dejando el IPC 12 meses en 4,8%. Aun así, vimos una subida en toda la curva en UF alrededor de 100 puntos base en la parte media/corta y de 50 puntos base en la parte más larga, principalmente debido a la continua salida de flujos del mercado, a ruidos internos productos del cuarto retiro y a la subida del treasury durante el mes.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



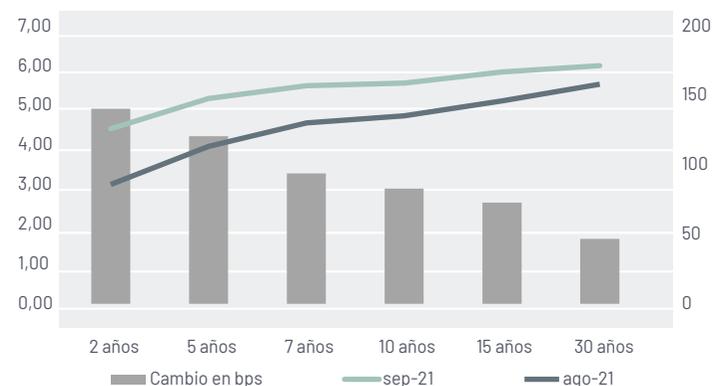
#### SPREAD CORPORATIVOS

- Los flujos hacia la renta fija siguieron en terreno negativo durante el mes, siguiendo la tónica de meses anteriores, donde los spreads mantuvieron sus niveles subiendo la tasa de los papeles prácticamente lo mismo que la subida en la tasa de Gobierno. Con esto vemos que los spreads AAA se mantienen en niveles cercanos a 80 puntos. Los papeles corporativos AA y A siguen castigados, pero en niveles parecidos a meses anteriores con 130 puntos y 200 puntos en promedio, respectivamente.

#### TASAS NOMINALES

- En las tasas nominales tuvimos importantes subidas de cerca de 120 puntos base en la parte más corta y de 70 puntos base en la parte más larga. Por la parte corta se ha estado llevando a precio subidas de la TPM más fuertes de lo esperado anteriormente y con mayor anticipación, y por la parte larga afectó la subida del bono del tesoro a 10 años. También la constante salida de flujos en la renta fija sigue afectando de manera negativa las tasas.

#### Curva Nominal



## Visión mensual de inversiones octubre 2021

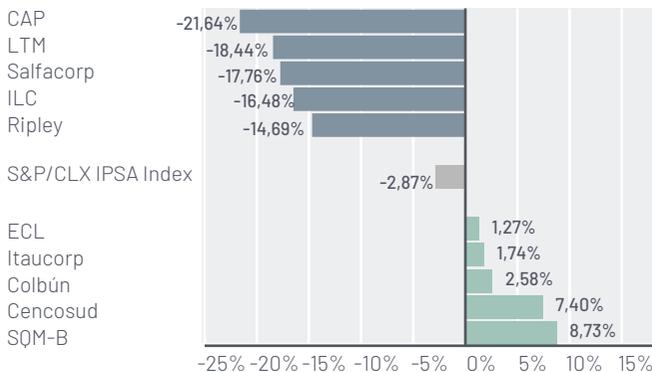


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- Durante septiembre la bolsa chilena presentó un retroceso de -2,9% (medida en dólares). Si bien a nivel general la economía chilena marcha bien, con lecturas de crecimiento mayores a las esperadas y una situación sanitaria positiva, temas como la continua discusión de proyectos populistas en el Congreso, permanentes roces entre el Poder Ejecutivo y Legislativo, y la ventaja presentada por el candidato a la presidencia de izquierda radical en las encuestas, han impactado a los activos locales. En moneda local, todos los sectores del indicador han presentado retrocesos. Los más golpeados han sido IT, Telecomunicaciones y Real Estate. Por el contrario, Materiales mostró algo de resiliencia, dado que es uno de los más expuestos al sector externo.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



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

#### EPS Trailing & Forward



### ANÁLISIS DE MERCADO

- Compañías del sector retail han evidenciado una favorable evolución de resultados, viéndose beneficiadas por la alta liquidez del mercado propiciada por retiros de AFP y diversos bonos otorgados por el Gobierno de Chile, paralelamente a una muy baja base comparativa producto de la pandemia. En línea con lo anterior, esperamos un 2s21 y un 1s22 todavía influenciados por una alta liquidez, que continuará impulsando las ventas de las compañías. Sumado a ello, una normalización en el mix de venta debido al fin de las cuarentenas y a la paulatina normalización del comportamiento en las personas, ayudaría a mejorar los márgenes brutos que se han visto afectados con el cambio en el mix de venta, dado que ha

disminuido la venta de vestuario, que posee mejor margen. Por otro lado, si bien no esperamos que se mantenga el nivel de bajos gastos observados a la fecha, que principalmente son producto de cierres temporales de locales (sin pago de arriendo ni de personal), consideramos posible que igualmente observemos favorables cifras en este ítem, en línea con diversas eficiencias implementadas a lo largo de la industria (disminución de personal y de superficie de venta, entre otras). Con todo, mantenemos una favorable visión en compañías que operan supermercados, mejoramiento del hogar y tiendas por departamento.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021

### Local



## Visión económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- La actividad económica en México ha mantenido su dinámica de recuperación, muy de la mano del impulso económico desde EE. UU., las remesas que han entrado al país y, aunque lento, un proceso de vacunación que continúa avanzando. En este sentido, recientes actualizaciones sobre las expectativas de crecimiento apuntan a una marginal mejora. La OCDE estima que este año México crecerá 6,3%. Por otro lado, pero en la misma línea, especialistas privados encuestados por Banxico y CITI pronostican que la economía alcanzará 6,2%, aunque con ello la inflación rondaría el mismo nivel. Sin embargo, y con el ajuste en la expectativa del crecimiento económico en EE. UU., por parte de la FED, podría haber revisión de estos pronósticos.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- La inflación mantiene su tendencia y se ubica un nivel muy cercano al 6% durante septiembre. Los precios de energéticos se han incrementado debido a la estacionalidad en ciertas regiones del mundo, lo que ha provocado que el precio de energéticos en México se rehúse a descender a pesar del techo que el mismo Gobierno impuso, en el caso específico del gas. En este sentido, la Junta de Gobierno de Banxico decidió por mayoría incrementar en 25 puntos base su tasa de política monetaria, que alcanzó 4.75%, a la vez que se estima que al menos habrá otro incremento en el año.

### TASAS DE INTERÉS

- Septiembre se caracterizó por la aversión al riesgo desde inversionistas en medio de temas regulatorios en China, decisión de política monetaria y actualización de proyecciones por parte de la FED y otros bancos centrales, además de que la economía global mostró signos de un ritmo de crecimiento más moderado. En este contexto, las curvas nominal y real reportaron subidas de manera generalizada, con excepción del nodo más corto en el caso de los papeles ligados a inflación que descendió 23 básicos. Las alzas, que fueron más pronunciadas entre los nodos cortos y medios, estuvieron cercanas a los 50 puntos base en el caso de los bonos nominales; mientras que en los Udibonos hubo incrementos de hasta 29 puntos.

### INFLACIÓN

- En el mes de septiembre se reportó una inflación de 0,62% respecto al mes anterior, que en términos anuales representa 6%. Si bien el factor subyacente continúa con la dinámica registrada en el año y tuvo un incremento mensual de 0,46%, el componente no subyacente y más volátil, nuevamente es el que presionó, 1,10%, en gran medida el índice general. Dentro del primer rubro, los precios de mercancías se incrementaron 0,68% y 0,21% respectivamente. Sin embargo, respecto al segundo, los precios de productos agropecuarios y los energéticos lo hicieron en 1,38% y 0,87%. Con lo anterior, especialistas encuestados por Banxico pronostican que el nivel general de precios será de 6,28% a cierre de año.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- En semanas recientes la fortaleza del dólar ha dado un brinco. Por un lado, ha sido refugio de muchos inversionistas ante la situación por la que atraviesa China, algunos signos de desaceleración global, entre otros. Sin embargo, esta dinámica alcista se ha soportado también en la recuperación que ha registrado la economía norteamericana este año, así como en la expectativa de que su banco central podría iniciar su incremento de tasas el próximo año. En relación al peso mexicano, y muy en línea con lo anterior, el dólar se apreció ~2,8% en septiembre, a la vez que en el año acumula poco más de 3,5% de avance frente a la moneda local. A pesar de esto, especialistas mantienen sus estimados de relativa estabilidad para el peso a cierre de año de 20.30 MXN/USD.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- En semanas recientes la dinámica de recuperación económica global se ha venido moderando. Entre los factores que respaldan lo anterior están China y sus acciones de regulación en ciertos sectores de la economía, el impacto de la variante delta y temas inflacionarios en EE. UU. A pesar de lo anterior y su potencial influencia en la economía local, especialistas estiman que el PIB en 2021 registrará un 6,2% de crecimiento. En términos de inflación, el precio de energéticos y de servicios ha seguido presionando el nivel general de precios, que se pronostica también se encuentre por encima de 6% este año. En consecuencia, el banco central local ha realizado su tercer incremento de 25 puntos base en la tasa de referencia que se ubica en 4,75%, mientras se espera al menos un incremento más.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

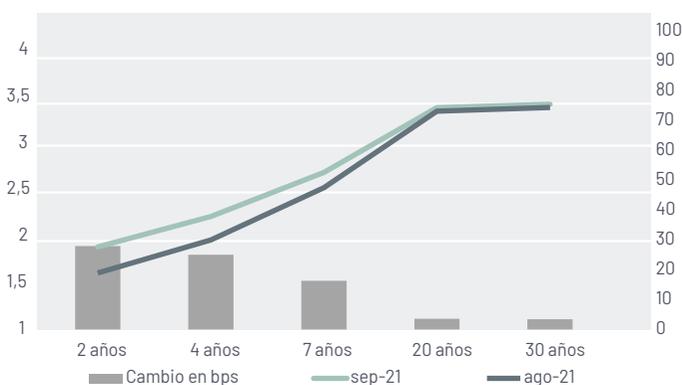
- Ante un escenario de aversión al riesgo entre inversionistas, se confirmó el posicionamiento neutral en términos de duración, aunque se han implementado estrategias tácticas acortándolo con el objetivo de hacer defensivos los portafolios. Por otro lado, el posicionamiento en términos de curva se mantiene en aplanamiento. Sin duda, se mantiene una alta convicción por papeles corporativos, que siguen ofreciendo premios adicionales en comparación con la deuda gubernamental. Finalmente, en términos de tasas reales, aún existe un posicionamiento de neutralidad respecto a tasas nominales. A pesar de que los Udibonos siguen mostrando atractivo por el devengo de inflación, la presión a la que está sometida la renta fija en general explica la cautela.

ESTRATEGIA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	N	N
Curva	OW (Flattener)	OW (Flattener)
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	N	N

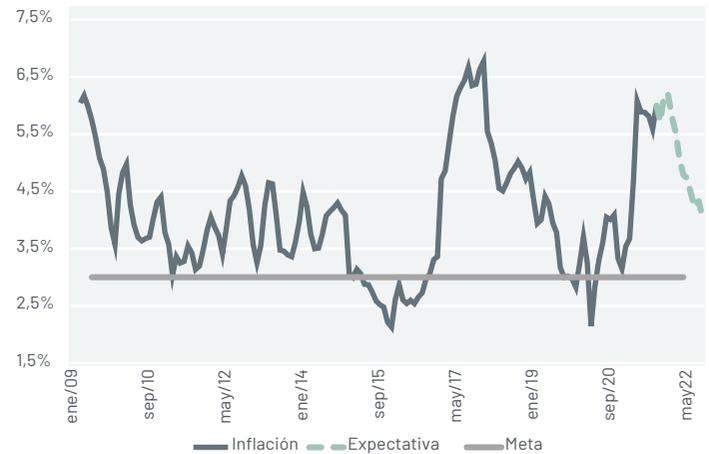
#### TASAS REALES

- Dentro del mercado local de renta fija, la curva de bonos ligados a inflación mostró, de manera casi generalizada, incrementos. Los movimientos alcistas fueron más pronunciados entre los vencimientos de los años '23 y '28, que estuvieron apenas por debajo de los 30 puntos base. Contrario a lo anterior, el nodo más corto descendió 23 puntos base, donde inversionistas optaron por el carry de inflación ante una dinámica alcista en este rubro. Finalmente, la parte larga de esta curva se comportó de manera más estable donde los nodos de vencimientos mayores al año '35 acumularon en promedio 6 básicos de incremento.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



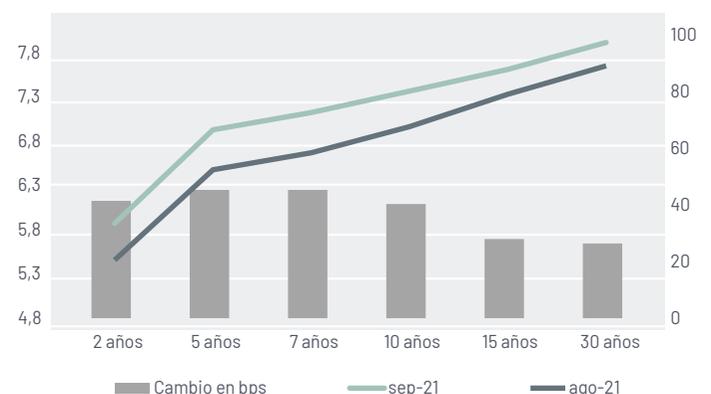
#### SPREAD CORPORATIVOS

- En septiembre se colocaron bonos de largo plazo por un monto de \$15.577 millones. Respecto al mercado de corto plazo, la cifra alcanzó \$2.422 millones. Durante el mes de octubre se estiman colocaciones por \$25.750 millones, donde sobresalen FUNO, FHIPO, TOYOTA y GAP entre las emisiones corporativas. Por su parte, del lado de las emisiones bancarias, destaca Sociedad Hipotecaria Federal. En lo que respecta a spreads, de cara al cierre septiembre, se observaron contracciones en las emisiones locales de FEFA, Banobras y FNCOT. En sentido contrario, los spreads de emisiones globales de ORBIA, GRUMA, SIGMA y TOYOTA reportaron expansión.

#### TASAS NOMINALES

- Durante septiembre, la aversión al riesgo por parte de inversionistas se tradujo en ventas de bonos locales. En este sentido, la curva de bonos nominales reportó en este periodo movimientos alcistas generalizados. Si bien el menor incremento fue de 10 puntos base, los nodos entre los vencimientos del '23 al '27 registraron poco menos de 50 básicos de alza. En el caso de la parte corta de esta curva, podría decirse que fue la que tuvo un comportamiento más defensivo, pues el mercado ya ha incorporado incrementos adicionales por parte de Banxico. Por otro lado, los nodos más largos promediaron incrementos de 20 puntos base como resultado de la cautela hacia activos de riesgo global.

#### Curva Nominal



## Visión mensual de inversiones octubre 2021

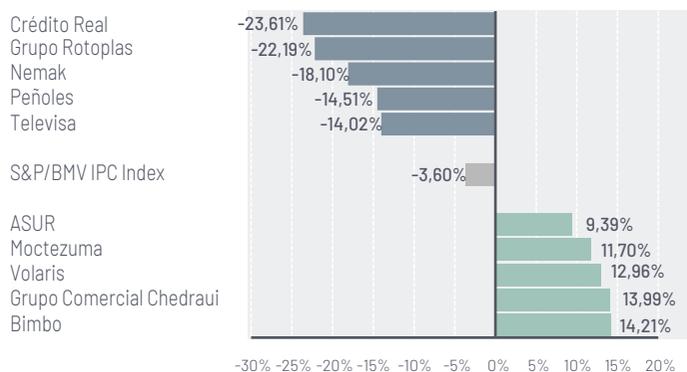


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

- La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en LATAM (+17%). Pese al outperformance, la corrección de septiembre provee un punto de entrada atractivo para México, toda vez que la ratio P/E se ubica en 14x (favorecido por revisiones positivas de utilidades), por debajo de su promedio histórico de 7 años (16x). En términos sectoriales, Consumo discrecional, Financieras e Industriales son los sectores que han tenido el mayor número de revisiones positivas de EPS y es justamente donde estamos posicionados para capitalizar la recuperación.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



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

#### EPS Trailing & Forward



#### ANÁLISIS DE MERCADO

- En septiembre el índice local rindió -3,6%, arrastrado principalmente por el sector Materiales, el cual se vio afectado por temores en torno al default de Evergrande. Peñoles (-14.5%), Grupo México (-12%) y Cemex (-9.7%) fueron los papeles que más cayeron. En contraste, el sector Industrial fue el que mejor rindió durante el mes, explicado principalmente por los subsectores de Aerolíneas y Aeropuertos. Destacaron en

ese sentido Asur (+7%) y Gap (+2.6%): ambos aeropuertos han continuado con la senda de recuperación de tráfico, sobre todo en la parte internacional, encontrándose a nivel consolidado muy cerca de los niveles prepandemia.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021

### Local



## Visión económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- De acuerdo al INEI, la economía peruana experimentó una expansión de 12,9% en julio con respecto al mismo mes del año anterior. Pese a ser una lectura de doble dígito, es la más baja en lo que va del año. Todos los sectores de la economía experimentaron un crecimiento positivo, salvo pesca y minería. Los sectores de Alojamiento y Restaurantes tuvieron una expansión de más de 120%, seguidos por el sector de Transportes, Almacenamiento, Correo y Mensajería (38,61%), y por Construcción (37,40%). Con respecto al mes anterior, la economía experimentó un alza de 0,16%.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- En su reunión de octubre, el directorio del BCRP decidió subir su tasa de interés de referencia en 50 puntos base por segundo mes consecutivo. Con esto la referencia se ubica en 1,5%. El comunicado informa que, así, la política monetaria sigue siendo expansiva, ya que con respecto a su historia, la tasa de interés sigue siendo baja. Además, el ente emisor asegura que la decisión no necesariamente implica un ciclo de alzas sucesivas. El banco central espera que la inflación, que se ubica muy por encima del rango meta, converja durante los próximos meses y destaca que la lectura que excluye Alimentos y Energía se ubica en un nivel considerablemente menor.

### TASAS DE INTERÉS

- La curva soberana aumentó en promedio 30 puntos básicos en septiembre. La parte corta fue la que más se incrementó, 74 puntos básico en línea con expectativas de mayores incrementos de tasas de interés por parte del Banco Central de Reserva. La gestión del Gobierno actual ha deteriorado los indicadores de confianza empresarial. El spread del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. a diez años es de 495 bps, con 166 bps por encima del promedio de los últimos dos años.

### INFLACIÓN

- Durante septiembre, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana presentó una variación de 0,4%. Con esto, la inflación acumula un alza de 5,23% en doce meses, muy por encima del rango meta del Banco Central de Perú y lo que sería la lectura más alta desde el 2009. El indicador estuvo impulsado por Alimentos y Bebidas (0,82%), por Transporte y Comunicaciones (0,25%) y por Esparcimiento, Servicios Culturales y de Enseñanza (0,30%). Las expectativas de inflación a doce meses se ubican en 3,07%.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- Durante septiembre, el tipo de cambio se depreció en Perú, en línea con lo que ha sido la tónica en meses anteriores debido a la incertidumbre que genera el nuevo Gobierno. El sol peruano retrocedió un 1,1% durante el mes. Si bien el tipo de cambio también reaccionó de manera positiva a la noticia del cambio de gabinete, acumula una depreciación de más de 17% en lo que va del año y el consenso de mercado lo ve a fin de año en un nivel de 4,06.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- Según el Banco Central de Reserva de Perú, las expectativas de inflación a doce meses se ubican en 3,07%, mismo nivel en que se ubicaban en el mes anterior. De todas formas, el BCRP ha subido su tasa de interés en dos ocasiones. Con respecto al crecimiento, el Banco Mundial elevó las proyecciones para este año de un 10,3% a un 11,3%. Sin embargo, la misma institución recortó las proyecciones para el 2022 de 3,5 a 2,4%, uno de los mayores recortes de la región. El BCRP también redujo sus estimaciones para el próximo año de 4,5% a 3,4%, mientras que el Ministerio de Economía y Finanzas espera una expansión del producto de 4,8%.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

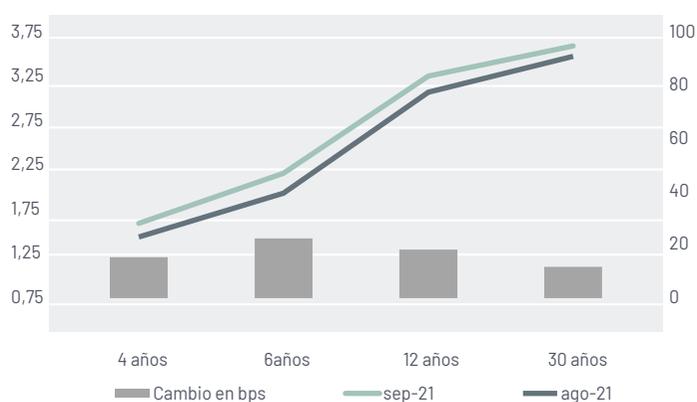
- Hemos observado una recuperación en la tenencia de bonos soberanos por parte de los inversionistas extranjeros: su posición se incrementó en 2,27%, alcanzando un total de 49,3%. Si bien el spread entre el soberano en soles y el treasury de 10 años se encuentra cercano a los 500 pbs, este se ha comprimido ligeramente de los niveles máximos que alcanzó. Por el momento, nos mantenemos UW en la curva local dados los riesgos e incertidumbre política que perjudica la liquidez en la curva y debido también a la alta tenencia en soberanos por parte de extranjeros.

ESTRATEGIA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	UW	UW
Curva	UW	N
Corporativos	UW	UW
Real vs. Nominal	OW	OW

#### TASAS REALES

- En septiembre, la tasa de referencia del Banco Central del Perú aumentó a 1%, 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.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



#### SPREAD CORPORATIVOS

- Al igual que el mes pasado, los bonos corporativos AAA fueron los instrumentos más negociados en el mercado secundario con aproximadamente un 54,5% de participación y con un incremento de spread de 17 puntos básicos. Mantenemos una posición underweight en corporativos locales, particularmente por el riesgo político presente. Sin embargo, vemos algunas oportunidades en la parte corta de la curva, la cual ya estaría incorporando las expectativas de incremento de tasas.

#### TASAS NOMINALES

- Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 1,48%, mayor en 56 pbs respecto del mes anterior.

#### Curva Nominal



## Visión mensual de inversiones octubre 2021

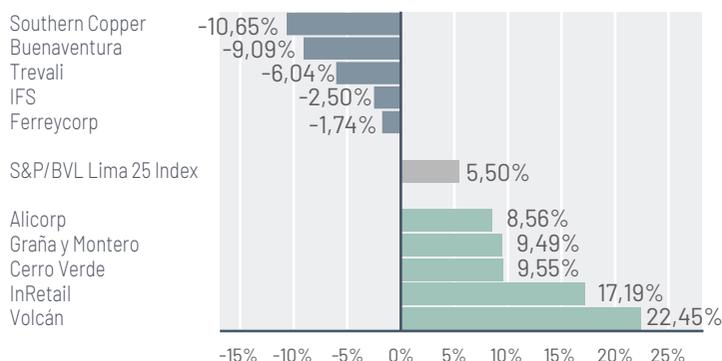


### Visión renta variable local

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

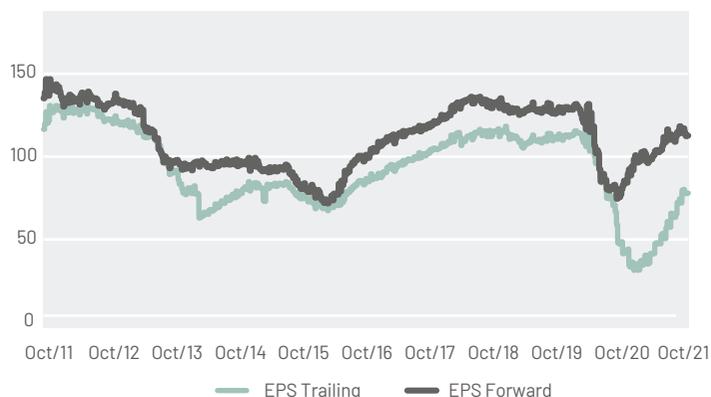
- Durante septiembre, con menor ruido político la mayor parte del mes, el mercado peruano tuvo un desempeño positivo. El SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima avanzó 5,5%, impulsado por Consumo y Utilities (13,1% y 10,4% durante el mes). El resto de sectores, Industrial, Construcción y Financiero, mostraron rebotes de dígito simple, mientras que minería tuvo una corrección (-6,3%) en línea con los precios internacionales de los commodities. Al mantenerse el ruido político, consideramos pertinente una exposición a demanda interna (consumo y construcción) y la economía global a través de minería. Nos mantenemos más cautos en los sectores más afectados a la regulación por la posible volatilidad con medidas del Gobierno (financiero y utilities).

#### Mejores/Peores desempeños del mes



Estrategia de Research	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Consumo Básico	OW	OW
Consumo Discrecional	N	N
Energía	N	N
Financiero	N	N
Industrial	OW	OW
Materiales	OW	OW
Minería	UW	UW
Utilities	OW	OW

#### EPS Trailing & Forward



#### ANÁLISIS DE MERCADO

- La compañía minera Volcán anunció que pospondrá el aumento de capital por USD 400 MM programado para el tercer trimestre de 2021 hasta que las condiciones de mercado sean propicias para concretar la operación. El aumento es parte del compromiso de la compañía de reducir la deuda aproximadamente en 50% que se hizo durante la emisión de los bonos 2026 en febrero de este año. Para hacer frente a las

obligaciones durante 2022, entonces, la compañía podría recurrir a líneas bancarias o un préstamo puente hasta el aumento de capital.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021

### Local



## Visión económica local

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

- En el mes de septiembre se conocieron los datos de cuentas nacionales para el segundo trimestre del año, donde se confirmó, como era esperado, una recuperación de la actividad económica. Las cifras desestacionalizadas mostraron un incremento de 0,9% respecto al trimestre anterior, retomando la recuperación que se había visto interrumpida durante el primer trimestre. Si bien en términos interanuales el crecimiento fue de 11,3%, explicado en una muy baja base de comparación, la actividad económica aún permanece un 3,5% por debajo del nivel promedio de 2019, donde las actividades vinculadas al turismo y recreación siguen siendo las más rezagadas, y con perspectivas inciertas hacia adelante por la apertura de fronteras y la relación de precios con nuestros vecinos.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

- El pasado 5 de octubre tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió subir la tasa de política monetaria (TPM) desde 5% a 5,25%. En su decisión se reitera la necesidad de reducir las expectativas de inflación, que, si bien vienen convergiendo hacia el objetivo, todavía se encuentran fuera del rango meta en el horizonte de política monetaria, mientras se mantiene la recuperación de la actividad y el control sobre la situación sanitaria. Con esta medida el BCU continúa con la gradual salida de la fase más expansiva de la política monetaria.

### TASAS DE INTERÉS

- Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +61 y -2 puntos base durante el mes de septiembre, observándose un aumento significativo en el plazo corto (hasta un año), mientras que en los plazos más largos las tasas se mantuvieron en los mismos niveles. Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron movimientos similares a las nominales en cuanto a que tuvieron aumentos a lo largo del tramo corto (hasta 6 años) mientras que los niveles en plazos mayores se mantuvieron estables. Por último, tanto las tasas de interés en dólares americanos del Gobierno de Uruguay como las de los bonos del tesoro de los EE. UU. presentaron aumentos a lo largo de toda la curva, registrándose un ligero aumento (+30 pbs) del riesgo país en el tramo corto.

### INFLACIÓN

- El Índice de Precios al Consumidor aumentó 0,46% durante septiembre, explicado principalmente por aumentos en el precio de Alimentos y Bebidas No alcohólicas (+0,15%)—donde destacamos la suba del precio de la leche (+1,61%) y la carne (1,31%)—, la Vivienda (+0,05%) y Restaurantes y hoteles (+0,13%). Este registro se ubicó levemente por debajo de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,50%) y la variación de los últimos doce meses disminuyó de 7,59% a 7,40%, aunque aún se sitúa por fuera del rango meta (entre 3% y 7%). En este sentido, el índice de precios al consumidor registró una desaceleración en el mes de septiembre, pero aún no alcanza a mantenerse dentro de los límites del rango meta.

### ¿Y QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

- El dólar recuperó terreno aumentando 1,12% en septiembre, acompañando el fortalecimiento de la divisa a nivel global. Por un lado, la proximidad al anuncio de un repliegue en la compra de activos por parte de la Reserva Federal, el cual sería quizás más abrupto de lo que el mercado esperaba hasta el momento, así como una primera alza en la tasa de los fondos federales en 2022. Por otro lado, la desaceleración de la economía de China y el posible impacto de un evento de default del gigante Evergrande y las repercusiones que esto pueda tener sobre la demanda de materias primas han sido los grandes impulsores para este avance del dólar. Hacia adelante, la coyuntura local con un ritmo más lento en el ciclo de suba de tasas y la regional con los riesgos políticos, seguirán dando soporte.

### EXPECTATIVAS PRÓXIMOS 3-6 MESES

- La expectativa de crecimiento del PBI para 2021 aumentó de 2,70% a 3,0% y la de 2022 de 3,15% a 3,25%, según la mediana de la encuesta de expectativas del BCU. Por otra parte, las expectativas de inflación se mantuvieron tanto para 2021 como para 2022 en 7,2% y en 6,7%, respectivamente. A diferencia de la encuesta del mes pasado, para la de este mes los encuestados ya conocían el aumento de la Tasa de Política Monetaria por parte del banco central en su Comité de Política Monetaria y sin embargo sus expectativas no se vieron afectadas, lo cual refuerza la decisión del COPOM de continuar de forma gradual con la suba de tasas.

## Visión mensual de inversiones octubre 2021



### Visión renta fija local

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

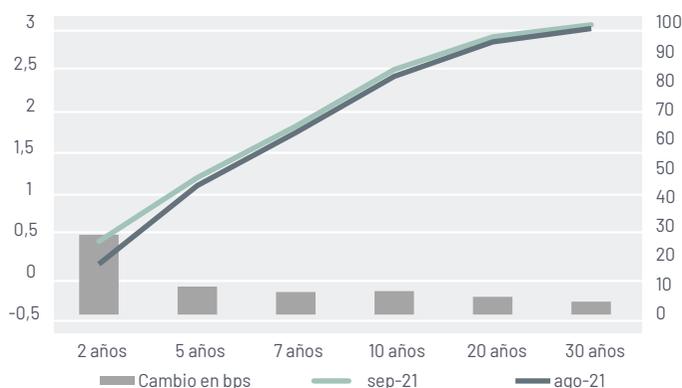
En septiembre, si bien el ritmo de recuperación de la actividad global se moderó a partir de la propagación de la variante delta, las perspectivas de crecimiento mejoraron, al igual que el avance hacia el repliegue de los estímulos monetarios, lo cual terminó impactando en el retorno exigido a los activos de renta fija. A nivel local, el ajuste al alza en las tasas se concentró principalmente en el tramo corto de las curvas, marcando una diferencia importante con el resto de los países de Latinoamérica. Para el mes en curso, vemos presiones hacia el aplanamiento de las curvas con un movimiento más pronunciado para las tasas reales que las nominales. En cuanto a duración, seguimos prefiriendo una ligera sobreponderación manteniendo cautela ante el desarrollo de eventos de riesgo globales.

ESTRATEGIA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	OW	OW
Curva	UW	UW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	UW	UW

#### TASAS REALES

- Las tasas reales vieron subas generalizadas en septiembre, aunque en mayor medida lo hicieron las del tramo corto hasta dos años, registrándose un aplanamiento de la curva. Este comportamiento estuvo en línea con la mejora en las expectativas de crecimiento para 2021 y 2022, y el sesgo que ha tomado desde agosto la política monetaria. Al igual que en agosto, los volúmenes operados en el mercado secundario en instrumentos vinculados a la inflación descendieron, mientras que en el mercado primario registraron un fuerte aumento con la emisión de las obligaciones negociables de la empresa Ta-Ta y la reapertura de la nota de tesorería serie 28, las cuales capturaron financiamiento por el equivalente a USD 105.4 MM y 118.6 MM respectivamente, con una demanda que superó en ambos casos la oferta.

#### Curva Real



#### Expectativas de inflación



#### SPREAD CORPORATIVOS

- Los spreads corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local tendieron a comprimirse en septiembre, a diferencia de sus pares soberanos, donde en general se observó un aumento de los spreads. Mientras que las obligaciones negociables de La Tahona vieron reducir su spread en 16 pbs, los títulos de deuda senior de Corporación Vial lo hicieron en 27 pbs. Con esto, los rendimientos al vencimiento de los instrumentos antes mencionados quedaron en 3,72% y 3,39%, respectivamente.

#### TASAS NOMINALES

- En septiembre las tasas nominales de corto plazo continuaron con su movimiento al alza, mientras que las de mediano y largo plazo permanecieron estables, lo que caracteriza un movimiento de aplanamiento. Los agentes continuaron volcándose hacia un ritmo acelerado de normalización monetaria, el cual estaría alcanzando la neutralidad a comienzos del primer trimestre del año entrante, según se desprende del precio implícito de los activos. No obstante, la reciente suba de la TPM en 25 pbs, cuando el mercado esperaba 50 pbs, quizás lleve a un corrimiento de esas expectativas hacia adelante, pronunciando la convexidad de la curva. Por otra parte, si bien las encuestas de expectativas de inflación todavía no se han visto impactadas por el cambio de política, los precios implícitos parecen hacerlo.

#### Curva Nominal

