

One House View

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

• Octubre 2021 •



TABLA DE CONTENIDO

1 Resumen de la estrategia

Para octubre mantenemos una visión positiva en renta variable

• [Página 3](#) • [ir](#)

2 Visión global de los mercados

El discurso de la FED ha comenzado a cambiar y muestra cómo será el proceso y desarrollo económico de los próximos años.

• [Página 5](#) • [ir](#)

3 Resumen económico y de mercados

Estados Unidos y la Eurozona encabezaron los mercados desarrollados, obteniendo excelentes resultados.

Retornos de mercado

• [Página 7](#) • [ir](#)

EE. UU. • [Página 9](#) • [ir](#)

Japón

• [Página 10](#) • [ir](#)

Europa • [Página 10](#) • [ir](#)

Emergentes • [Página 11](#) • [ir](#)

4 Estrategia de inversiones

Mantenemos una preferencia por los mercados desarrollados sobre los emergentes.

• [Página 12](#) • [ir](#)

5 Análisis por países

Analizamos las políticas monetarias de cada uno de los países y los cambios que se están dando.

México • [Página 15](#) • [ir](#)

Colombia • [Página 18](#) • [ir](#)

Perú • [Página 16](#) • [ir](#)

Uruguay • [Página 19](#) • [ir](#)

Chile • [Página 17](#) • [ir](#)

RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

OCTUBRE

Estados Unidos es nuestra principal preferencia

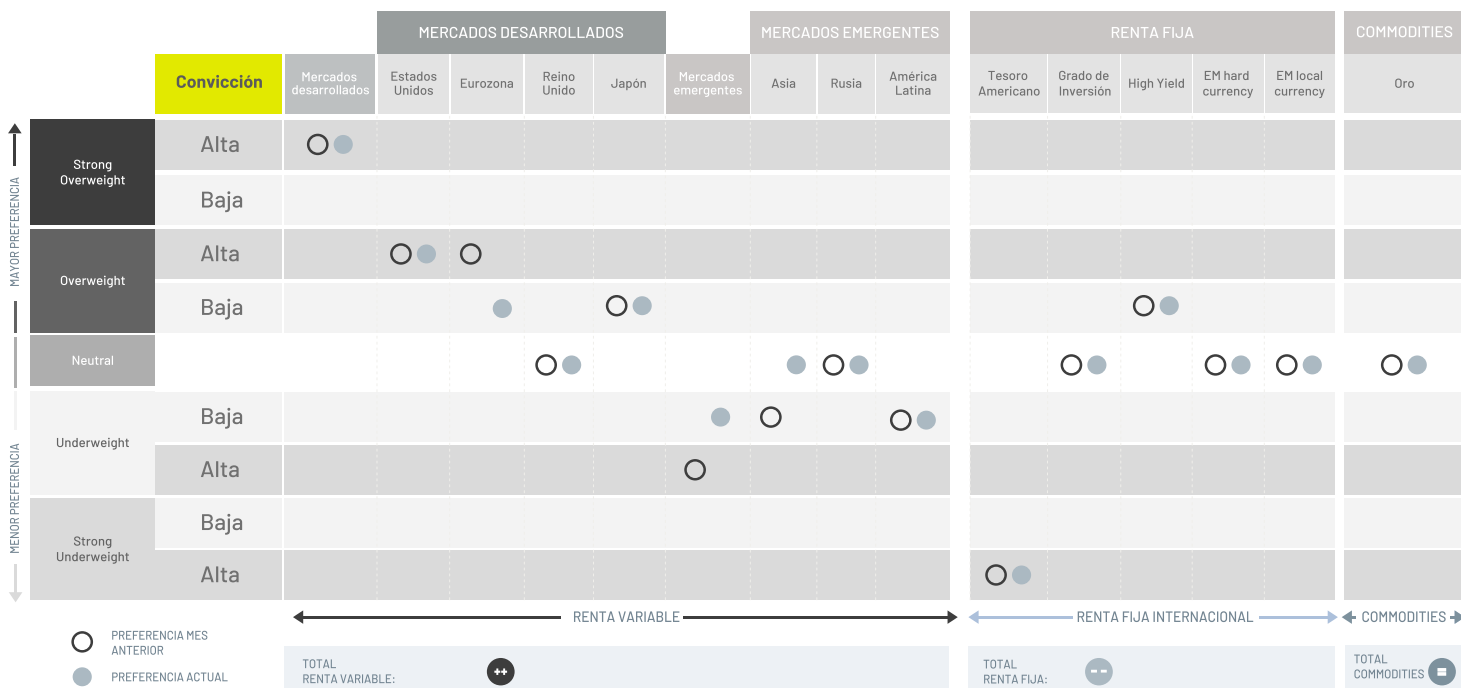
En línea con nuestros modelos cuantitativos, conservamos una visión constructiva en renta variable. Si bien hemos visto una incertidumbre causada por la desaceleración del crecimiento, los altos niveles con los que venía lo mantendrán sobre su tendencia.

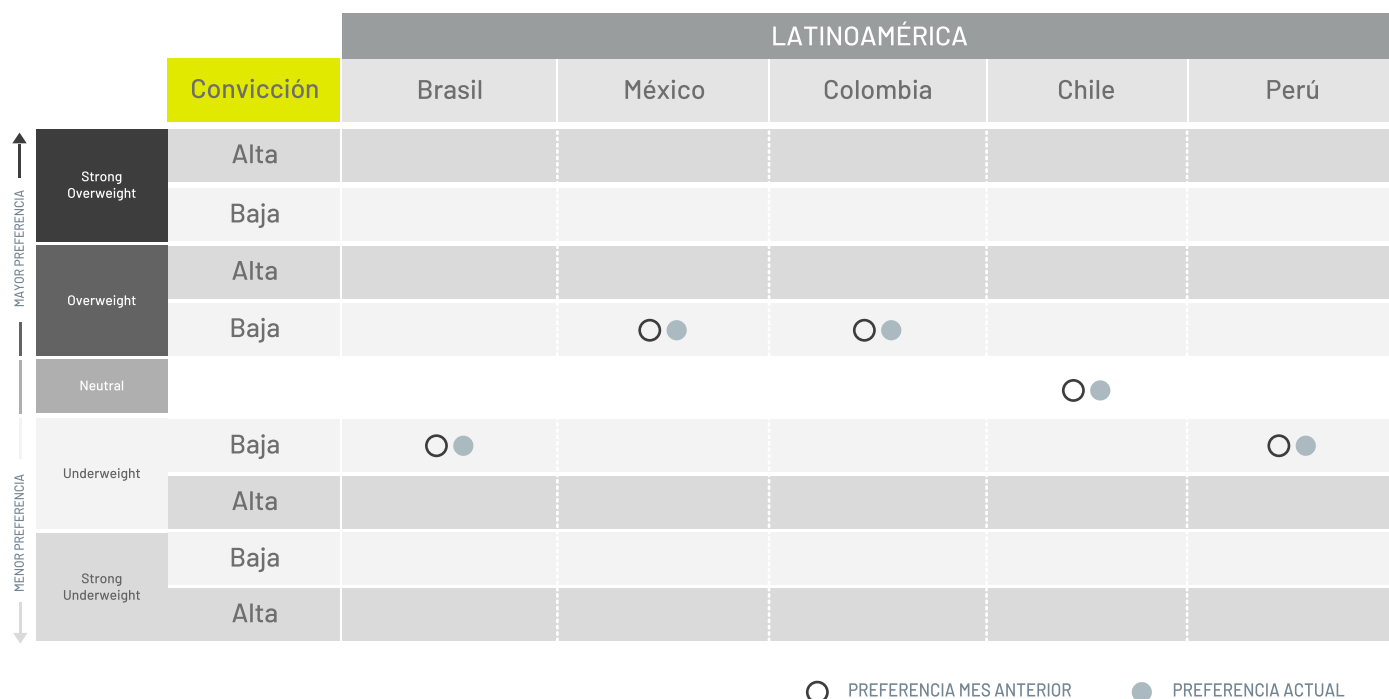
Así, en renta variable, mantenemos una preferencia por mercados desarrollados, ya que estos cuentan con más herramientas para dar soporte a la recuperación económica, tanto desde el frente sanitario como económico.

En mercados emergentes, a la situación sanitaria delicada se suma la desaceleración de China, la cual está yendo más allá de lo anticipado y afecta los mercados menos avanzados en su conjunto. En Europa emergente nos mantenemos neutrales, pues si bien hay argumentos positivos, el riesgo geopolítico permanente nos hace ser cautelosos.

Por otro lado, mantenemos la neutralidad en oro, que se traduce en no tener presencia del metal precioso en nuestros portafolios, debido a que presenta una correlación negativa con las tasas de interés reales.

Seguimos utilizando la renta fija como financiador. El contexto es desfavorable para los bonos, puesto que al crecimiento sobre la tendencia se suma un sesgo menos acomodativo de la Reserva Federal tras su reunión de septiembre.





DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

ESTADOS UNIDOS

Mantenemos la sobreponderación que traemos hace bastante tiempo. La noticia más importante del mes en el país norteamericano fue lo comunicado por la Reserva Federal tras su reunión de septiembre. Si bien no se hicieron modificaciones a la tasa de referencia o a los paquetes de liquidez, el comité sostuvo que de continuar la recuperación económica y, específicamente, la del mercado laboral, el proceso de reducción de compras de bonos comenzaría pronto.

Con respecto al frente sanitario, la situación ha mejorado sustancialmente. Lo anterior ha permitido una recuperación de la confianza y la actividad.

EUROPA

Mantenemos la sobreponderación. Sin embargo, disminuimos la convicción con respecto al mes anterior. En general, en países desarrollados contamos con una visión positiva, ya que cuentan con más herramientas para hacer frente a la pandemia, tanto desde lo económico como lo sanitario. En el corto plazo, el principal riesgo es la situación energética debido a una menor producción de energías limpias y bajos inventarios de gas natural, por lo que se han disparado los precios de la energía eléctrica, algo que tendría un impacto sobre los hogares y la industria.

JAPÓN

Seguimos con una visión constructiva. El rezago que trae el país nipón con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad en la medida en que mejore la situación de la economía doméstica. Las autoridades han logrado tener éxito en la disminución de los casos de coronavirus gracias al importante avance de la vacunación. Dentro de los principales riesgos está que el estímulo fiscal sea menor a lo que espera el mercado y que el vínculo económico con China se transforme en un lastre para su economía.

EMERGENTES

LATINOAMÉRICA

Contamos con una visión negativa en Latinoamérica, puesto que la región se ve afectada por la desaceleración china y su exposición en el tema de las materias primas. Además, la incertidumbre asociada a cambios políticos y a la estabilidad en el gasto en Brasil impacta al sentimiento de mercado.

La región experimentó un mayor retroceso debido al impacto de los eventos que ocurren en China. Por un lado, su sector inmobiliario, que es intensivo en commodities, se está desacelerando. Por otro lado, la escasez de energía afectaría el tema de la refinación de algunos metales.

ASIA EMERGENTE

Si bien nuestra visión cualitativa es poco constructiva, nuestros modelos entregan una preferencia por la región, por lo que adoptamos una posición neutral. La desaceleración china estaría siendo mayor a la anticipada, pues el Gobierno central comenzó un proceso de desapalancamiento de su economía aprovechando el mayor dinamismo que presentaba la actividad global.



¿EN QUÉ FASE DEL CICLO ECONÓMICO NOS ENCONTRAMOS?

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

En el último tiempo, la moderación del crecimiento ha generado cierta incertidumbre entre los inversionistas.

La pérdida de *momentum* del crecimiento genera incertidumbre entre los participantes del mercado ya que revive la narrativa del estancamiento secular.

Sin embargo, el contexto que está predominando en el mercado, dista bastante de esta situación.

En primer lugar, si bien el crecimiento se está desacelerando, lo está haciendo de un nivel extremadamente alto.

En segundo, los gobiernos y bancos centrales siguen dando soporte a la economía.

En tercer lugar, los hogares se encuentran en una situación financiera mucho mejor que a comienzos de la década pasada.

Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían descarrilar a la recuperación.

El primero y más importante es China, debido a la importancia que ha cobrado su economía para el crecimiento mundial.

En el último tiempo, la moderación del crecimiento ha generado cierta incertidumbre entre los inversionistas, impactando a los activos de riesgo, los cuales son vulnerables ante las altas valorizaciones que presentan con respecto a su historia.

La pérdida de *momentum* del crecimiento genera incertidumbre entre los participantes del mercado, ya que revive la narrativa del estancamiento secular, que tanto se repitió durante la década pasada. Dicha narrativa se caracteriza por un bajo crecimiento, capacidad inutilizada y, por consiguiente, periodos deflacionarios. Sin embargo, el contexto que está predominando en el mercado, dista bastante de esta situación. En primer lugar, si bien el crecimiento se está desacelerando, lo está haciendo de un nivel extremadamente alto y es posible que en los próximos trimestres se establezca sobre su tendencia pre-pandemia. En segundo lugar, los Gobiernos y bancos centrales siguen dando soporte a la economía.

Desde el frente fiscal, no veremos a Gobiernos implementando planes de austeridad como las que vimos luego de la gran crisis financiera y de la crisis de deuda en Europa durante la primera mitad de la década anterior. Si bien el impulso fiscal (diferencia entre el déficit fiscal con respecto al del año anterior) será negativo, es porque durante este año y el anterior, vimos déficits fiscales muy grandes, pero la política seguirá siendo expansiva.

Desde una perspectiva monetaria, si bien los bancos centrales han adoptado un sesgo menos acomodativo, la política es altamente expansiva, no se espera que la Reserva Federal inicie su proceso de

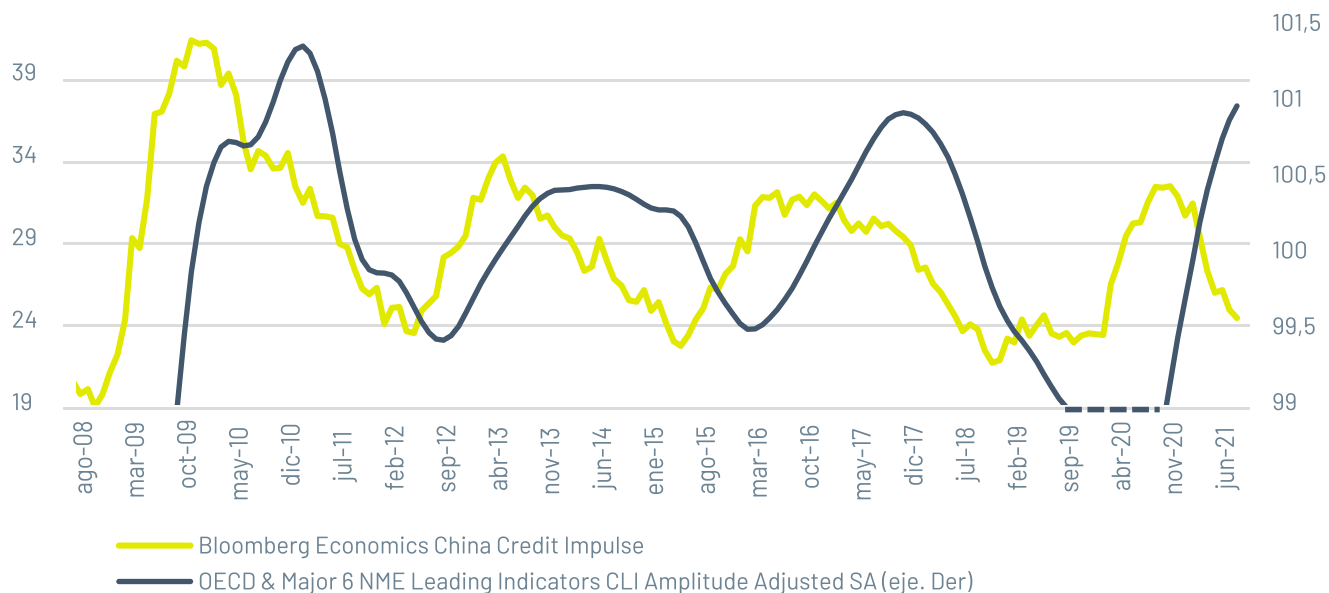
alza de tasas hasta el próximo año y luego de eso viene un periodo de alzas hasta llegar a la tasa neutral –que se ha definido en un nivel que dista de ser restrictivo (2,5%)– y luego de eso hay un rezago hasta que comienza a impactar a la economía real. En tercer lugar, los hogares se encuentran en una situación financiera mucho mejor que a comienzos de la década pasada: tras la gran crisis financiera, comenzaron un proceso de desapalancamiento que duró hasta la pandemia y junto con un panorama positivo para el mercado laboral, comenzarán a consumir crédito nuevamente. Además, los hogares acumularon grandes excesos de ahorro en Estados Unidos y Europa, gracias a las transferencias directas hechas por los Gobiernos. Con respecto a la inflación y las altas lecturas que hemos visto, esta debería comenzar a retroceder en la medida en que las cadenas de suministro normalicen su funcionamiento y las vacunas permitan terminar con las interrupciones que las restricciones generan sobre ellas.

En síntesis, hay factores estructurales que deberían dar soporte a la economía en el mediano plazo. Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían descarrilar a la recuperación. El primero y más importante es China, debido a la importancia que ha cobrado su economía para el crecimiento mundial. El Gobierno central, durante el año pasado, comenzó con un proceso de desapalancamiento de la economía que afectó principalmente a su sector inmobiliario que es un importante consumidor de crédito y representa cerca del 30% del PIB. Esto comenzó a ser un lastre para la actividad.



Actividad sigue en terreno expansivo, pero la situación de China es una amenaza

Fuente: Bloomberg



Mientras que las autoridades no han estimulado en una magnitud que sea suficiente como para compensar.

Por el momento, el escenario sigue siendo favorable para el equity.

Si importa posicionarse en mercados que tengan una mayor capacidad de absorber noticias sobre la moderación del crecimiento y una menor exposición a China.

Lo anterior provocó la crisis de Evergrande, el principal desarrollador inmobiliario del país que, ante la incapacidad de suscribir más deuda, la caída en los precios de las viviendas, las menores ventas y una dificultad para enajenar activos, entró en una situación de estrés financiero que la llevó a incumplir los pagos sobre su deuda. Esto generará aún más presión sobre el mercado inmobiliario, ya que las empresas tienen menos incentivos a tomar más deuda, los acreedores a prestar y los hogares a invertir -las propiedades son la principal inversión de los hogares chinos-. A lo anterior, se suma la estrategia de covid cero, la regulación a los gigantes de internet y una nueva crisis energética autoinducida tras la fijación de precios a las generadoras de electricidad, regulación a la minería del carbón y roces internacionales que han impactado a las importaciones de carbón en un contexto de mayor demanda industrial.

Todo lo anterior se traduce en *shocks* que amenazan con desacelerar aún más la economía china, mientras que las autoridades no han estimulado en una magnitud que sea suficiente como para compensar. Esto pone en riesgo a una gran cantidad de países que dependen del comercio con China para vender su exportación, especialmente emergentes.

Por el momento, el escenario sigue siendo favorable para el *equity*. En este punto, es importante destacar que los mercados bajistas suelen darse en periodos de contracción económica y como vimos más arriba, si bien hay riesgos, aún estamos lejos de ello. Sí importa posicionarse en mercados que tengan una mayor capacidad de absorber noticias sobre la moderación del crecimiento y una menor exposición a China, en ese contexto, Estados Unidos se vuelve el más atractivo.



RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Septiembre fue el peor mes para la renta variable global en lo que va del año. A diferencia de ocasiones anteriores, todas las macrorregiones donde tenemos cobertura cerraron con retornos negativos. Lo anterior se debe a una serie de eventos que generaron aversión al riesgo entre los inversionistas, entre los cuales encontramos una pérdida de *momentum* en el crecimiento, desaceleración de China, estrés financiero de Evergrande, crisis energética en Europa y China, un sesgo más restrictivo de la Reserva Federal, avance de la variante delta en algunos países y tensiones entre el Poder Ejecutivo y Legislativo en Estados Unidos.

Dentro de mercados desarrollados Europa fue la región de peor desempeño, puesto que atraviesa por una escasez de gas natural que a su vez está presionando al alza los precios de la energía eléctrica, algo

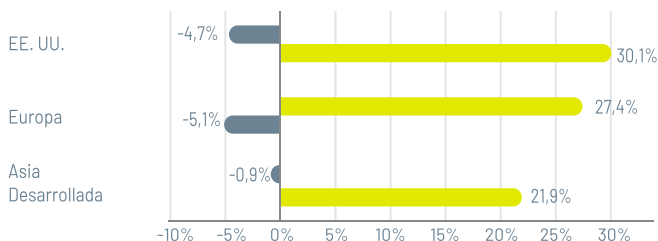
esto está impactando a algunas industrias y podría transformarse en un lastre para el crecimiento. Le sigue Estados Unidos, donde un sesgo más restrictivo de la Reserva Federal, una inflación que se muestra más persistente de lo anticipado y tensiones entre el Congreso y el Ejecutivo con lo que respecta al techo de la deuda, presionaron al alza las tasas de interés, lo que a su vez impactó al sector tecnológico, de importante presencia en el índice. Japón se mostró resiliente ante una mejora de la situación sanitaria y promesas de nuevos estímulos en la carrera por la jefatura de gobierno. En emergentes, Latinoamérica experimentó el mayor retroceso debido al impacto de los desarrollos que ocurren en China, por un lado, su sector inmobiliario que es intensivo en *commodities* se está desacelerando, por otro, la escasez de energía impactaría en la refinación de algunos metales y en su sector manufacturero, presionando a las materias primas, principal exportación de la región. Estas mismas razones impactaron a Asia Emergente mientras que Europa Emergente mostró algo más de resiliencia dado que es un productor de *commodities* energéticos.

Dentro de la renta fija internacional, los papeles emergentes tanto en moneda dura como en moneda local tuvieron el peor desempeño, los últimos fueron los más afectados, ya que también consideran la depreciación de la moneda en este entorno desfavorable para los países emergentes. Les siguieron los Bonos del Tesoro debido a las alzas de tasas antes mencionadas. Investment Grade también tuvo un mal desempeño, ya que están directamente ligados a la tasa base, mientras que High Yield se mostró más resiliente, ya que su mayor *spread* tiene más espacio para absorber movimientos en las tasas de referencia.

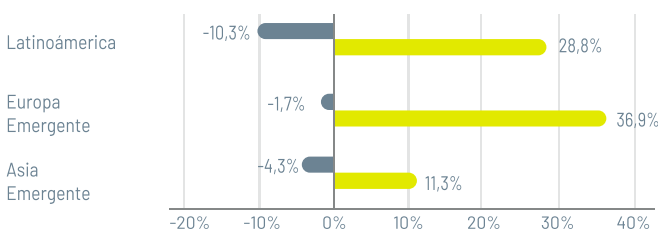
RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

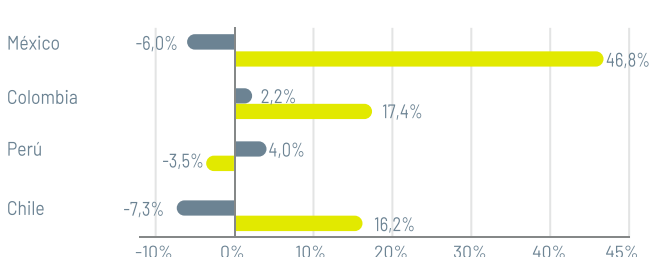
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



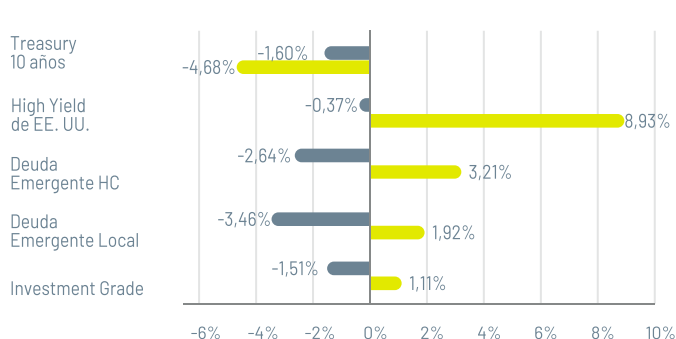
MERCADOS LOCALES



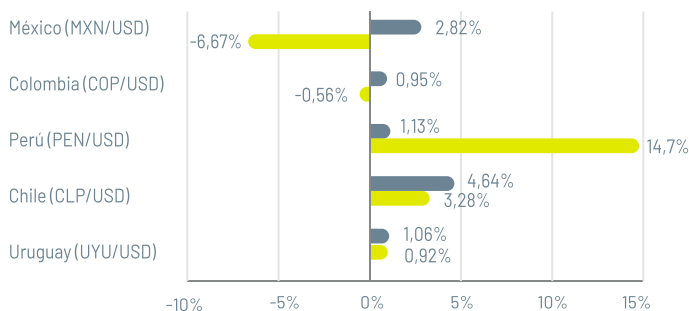
RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

MERCADO INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

MERCADOS LOCALES

MÉXICO: en septiembre, el Secretario de Hacienda entregó a la Cámara de Diputados para su revisión y aprobación el proyecto de paquete económico para 2022. Se trata de un proyecto calificado como inercial debido a que, como en años anteriores, se desenvuelve en un campo de disciplina fiscal, prioriza los proyectos y programas sociales del Gobierno actual e incrementa una porción del gasto a inversión pública que se destinará en PEMEX. Este presupuesto plantea la reactivación económica a través de un gasto estimado en poco más de 7 billones de pesos. Ante lo anterior, destaca que no se contemplan incrementos o nuevos impuestos. Las Secretarías de Educación, del Bienestar y de Salud, recibirán el mayor aporte; mientras hay disminuciones al nuevo aeropuerto, al tren maya y al INE.

PERÚ: durante los primeros días de octubre, Pedro Castillo pidió la renuncia a su primer ministro Guido Bellido, quien era uno de los integrantes del gabinete más polémico por sus tendencias de extrema izquierda e investigaciones por apología al terrorismo. Con él, tuvieron que dejar su cargo todos los ministros. Sin embargo, Castillo ratificó a Pedro Francke quien ha jugado un rol clave en la relación del gobierno con el sector privado. Francke destaca por sus posturas moderadas y ha sido el encargado de dar calma a los mercados. Los inversionistas reaccionaron de manera positiva a la noticia y a las intenciones de Castillo de entregar mayor gobernabilidad. Sin embargo, será necesario ver las posturas del nuevo gabinete sobre reformas clave y su relación con el parlamento, donde aún debe recibir el voto de confianza. Además, recientemente se ratificó a Velarde como el presidente del Banco Central.

COLOMBIA: recientemente, el gobierno sancionó la nueva reforma tributaria (llamada Ley de inversión social), que pretende recaudar alrededor de 1,4% del PIB (equivalen a 15,2 billones de pesos colombianos). Sin embargo, al deducir los gastos sociales, su efecto neto sería de alrededor 0,7% del PIB. La reforma no presentó mayores cambios en las discusiones en el congreso y tampoco desencadenó protestas sociales por parte de los ciudadanos, dado la exclusión de temas controversiales como impuestos a personas naturales o el IVA. Por otro lado, el exministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, quien presentó la primera reforma tributaria, fue nombrado miembro de la junta directiva del Banrep, pero dicha decisión puede ser suspendida dado posibles violaciones de las normas relacionadas con la cuota de género de la junta.

CHILE: 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 el Ingreso Familiar de Emergencia que se sigue pagando, pese a la reapertura casi total del país. Desde el frente sanitario, la situación es muy positiva con más del 90% de la población objetivo con dos dosis, mientras que se está desplegando una dosis de refuerzo entre las personas que fueron las primeras en ser inoculadas. A nivel político, se sigue negociando el cuarto retiro de los fondos de pensiones, el cual ya fue aprobado por la Cámara de Diputados y espera su trámite en el Senado. Esto se da en un contexto de rechazo transversal por académicos y economistas de todo el espectro político.

URUGUAY: en el mes de septiembre se sigue visualizando un escenario positivo respecto a la situación sanitaria. Los casos detectados de COVID-19 se sitúan en niveles muy bajos (entre 100 y 200 casos por día, aproximadamente) y un 72% de la población uruguaya se encuentra vacunada con ambas dosis de CoronaVac, Pfizer o AstraZeneca. A su vez, ya comenzó a avanzar la vacunación con una tercera dosis de Pfizer de refuerzo. En otro orden, el Gobierno comenzó las negociaciones con el Gobierno de China para entablar un Tratado de Libre Comercio entre ambos países con el fin de abrir y dinamizar aún más el comercio bilateral.

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY



EE. UU.

En Estados Unidos mantenemos la sobreponderación que traemos hace bastante tiempo. La noticia más importante del mes en el país norteamericano fue lo comunicado por la Reserva Federal tras su reunión de septiembre. Si bien no se hicieron modificaciones a la tasa de referencia o a los paquetes de liquidez, el comité sostuvo que de mantenerse la recuperación económica y, específicamente, la recuperación del mercado laboral, el proceso de reducción de compras de bonos comenzaría pronto. El presidente de la FED, Jerome Powell, indicó que esperan terminar con el proceso de *tapering* a mediados del 2022, por lo que las expectativas del mercado son un anuncio formal del proceso de reducción en noviembre, que inicie en diciembre y termine a comienzos del segundo semestre del próximo año. Adicionalmente, los miembros del comité adelantaron sus expectativas para la primera alza de tasas de 2023 a 2022. Finalmente, el banco central recortó sus proyecciones de crecimiento para este año y subió sus proyecciones de inflación. El comunicado fue percibido con un sesgo menos acomodativo del esperado, lo que, junto con un reconocimiento de que la inflación sería algo más persistente de lo anticipado, presionaron al alza a las tasas de interés de mercado y a la baja a los índices accionarios, situación que se esparció por las bolsas alrededor del mundo. De todas formas, es importante destacar que la política monetaria se encuentra en un nivel muy expansivo, por lo que el inicio de la normalización de la misma no debería tener un impacto desmedido sobre la economía real.

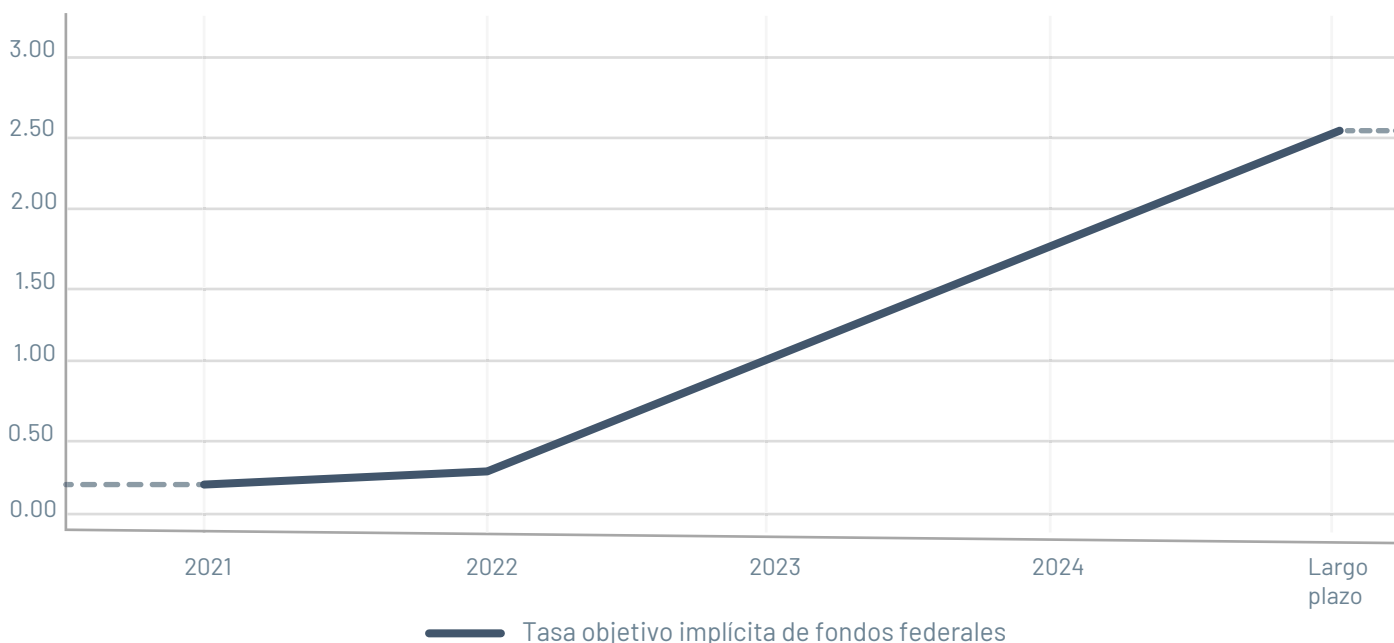
Los ruidos políticos también mostraron un incremento durante el mes, razón que ayudó a sus índices a presentar caídas en septiembre. La relación entre el Poder Ejecutivo y el Legislativo se ha vuelto tensa, tanto por la negociación sobre el techo de la deuda como la aprobación de nuevos paquetes fiscales.

Desde el frente sanitario, la situación ha mostrado una evidente mejora. La ola generada por la variante delta ha mostrado un importante retroceso. Si bien la ola no generó un incremento en las restricciones a la movilidad, sí tuvo un impacto en la actividad dada la menor confianza de los consumidores. En agosto la confianza del consumidor, medida por la Universidad de Michigan, se desplomó a su nivel más bajo en la pandemia, mientras que el ISM de servicios tuvo una caída de 2,4 puntos. En septiembre, la confianza del consumidor presentó un alza de 2,5 puntos y el ISM de servicios una leve variación positiva de 0,2 puntos. Por su lado, el indicador de manufactura, sector que tiene una participación importante en el índice, presentó una expansión llegando a un nivel de 61,1; muy expansivo. Las expectativas de incrementar los gastos de capital y la necesidad de reconstruir inventarios, que se encuentran muy bajos, sustentan buenas perspectivas para la actividad.

“Desde el frente sanitario, la situación ha mostrado una evidente mejora”.

Comité de la Reserva Federal adelanta sus expectativas para la primera alza de tasa a 2022

Fuente: Bloomberg





EUROPA

“La Eurozona tiene una mayor preponderancia de sectores *value* en su índice, que se ven beneficiados del entorno de reapertura, mayor crecimiento y soporte fiscal”.

En la Eurozona también mantenemos una sobreponderación. Sin embargo, disminuimos la convicción con respecto al mes anterior. En general, en países desarrollados contamos con una visión positiva, ya que cuentan con más herramientas para hacer frente a la pandemia, tanto desde el frente económico como desde el sanitario. En particular, la Eurozona tiene una mayor preponderancia de sectores *value* en su índice, que se ven beneficiados del entorno de reapertura, mayor crecimiento y soporte fiscal. Esto nos permite posicionarnos de mejor manera ante mayores expectativas de inflación y consiguientes alzas de tasas de mercado. La economía de la región sigue en buen pie, si bien el indicador de sorpresas se ha desplazado a terreno negativo por una moderación en el *momentum* del crecimiento, la actividad sigue en terreno muy expansivo con el PMI manufacturero ubicándose en 58,6. Desde el punto de vista de estímulos, la política fiscal y monetaria sigue siendo expansiva, con la inyección de recursos del Fondo de Recuperación Europeo y las inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo respectivamente. En el corto plazo, el principal riesgo es la situación energética, debido a una menor producción de energías limpias y bajos inventarios de gas natural, se han disparado los precios de la energía eléctrica lo que tendría un impacto sobre los hogares y la industria. Si la situación empeora, especialmente si el invierno es más frío de lo normal, esto podría convertirse en un nuevo lastre para la economía. Además, China es un importante socio comercial de la región, por lo que su desaceleración y la falta de estímulos para lidiar con *shocks* internos en el gigante asiático, podrían tener un impacto sobre las bolsas de la Eurozona y la moneda.

En Reino Unido mantenemos una posición neutral, en línea con nuestros modelos cuantitativos. Por un lado, las valorizaciones se muestran atractivas, las expectativas de utilidad siguen mostrando una tendencia al alza y el índice tiene una mayor exposición a sectores cíclicos como el financiero y energía, que se benefician del contexto de reapertura y tasas de mercado al alza. Por otro lado, el Brexit ha vuelto a cobrar relevancia ante la falta de conductores para la distribución de combustibles, situación que ha forzado al Gobierno de Johnson a tomar medidas extraordinarias. Lo anterior, se suma a la incertidumbre sobre el destino de los servicios financieros tras el acuerdo comercial alcanzado con la Unión Europea tras la salida de la misma. Finalmente, la actividad económica recibió un fuerte impulso en la primera mitad del año, dado que el Reino Unido fue una de las primeras regiones en comenzar con la reapertura de su economía, actualmente, dado el avanzado estado de esta situación, la actividad ha comenzado a perder impulso, restándole atractivo con respecto a la Eurozona. Finalmente, la comunidad no ha logrado controlar del todo la última ola ocasionada por la variante delta. Sin embargo, no se han vuelto a decretar restricciones a la movilidad de las personas.

JAPÓN

En Japón mantenemos una visión constructiva. El rezago que trae el país nipón con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad en la medida en que mejore la situación de la economía doméstica. Esto debería ocurrir de cara al cuarto trimestre gracias a un mayor control de la última ola ocurrida en el país, la cual fue la más violenta de todas. Las autoridades han logrado tener éxito en la disminución de los casos gracias al importante avance de la vacunación. Además, los inversionistas anticipan un nuevo estímulo fiscal hacia el final del año con la llegada del nuevo primer ministro. El índice también tiene una preponderancia por sectores cíclicos, que se benefician por las dinámicas actuales de mercado. Hasta el momento, el sector manufacturero de alta exposición al extranjero ha liderado al índice. Ahora se espera una recuperación de sectores más sensibles al virus. Dentro de los principales riesgos está que el estímulo fiscal antes mencionado sea menor a lo que espera el mercado y que el vínculo económico con China se transforme en un lastre para su economía. Con respecto a la crisis energética, si bien su industria se podría ver afectada por mayores precios, no se espera racionamiento, ya que el país cuenta con suficientes reservas de gas natural.



EMERGENTES

Dentro de emergentes, contamos con una visión negativa que se materializa a través de un subponderar. Sin embargo, en Asia Emergente adoptamos una posición neutral. Por un lado, nuestros modelos cuantitativos nos entregan señales positivas. Por otro lado, nuestra visión cualitativa es poco constructiva para la región, por lo que el neto es neutral. La desaceleración china estaría siendo mayor a la anticipada, el Gobierno central comenzó un proceso de desapalancamiento de su economía aprovechando del mayor dinamismo que presentaba la actividad global. Sin embargo, se han presentado una serie de *shocks* adicionales que estarían empeorando la situación. Por un lado, el principal desarrollador inmobiliario –sector que representa cerca del 30% del PIB– entró en dificultades financieras incumpliendo el pago de su deuda. Si bien se ha descartado de que se transforme en un evento sistémico, alimentará la desaceleración que ya traía el sector. Por otro lado, el Gobierno ha adoptado una estrategia de cero tolerancia al coronavirus, es decir, cuando aparece un caso en una ciudad o región, se limita drásticamente la movilidad de las personas para evitar el esparcimiento de los contagios, siendo algo que ha afectado a la actividad y a las cadenas de suministro mundial. El último lastre para la economía ha sido la crisis energética. Dentro de sus transformaciones estructurales, China busca alcanzar la descarbonización, esto la ha llevado a regular a la industria de generación eléctrica y a la minería del carbón. Lo anterior, junto con tensiones internacionales con su principal proveedor de carbón extranjero –Australia– ha provocado escasez del mineral, limitando la producción en un contexto de mayor demanda de la industria manufacturera. Lo anterior se ha traducido en racionamientos que están impactando a la actividad. Las autoridades no han inyectado estímulos suficientes como para compensar estos *shocks*.

En Latinoamérica mantenemos una posición de subponderar. La región está, a través de sus bolsas y monedas, altamente expuesta a la desaceleración de China. De hecho, una parte importante de las utilidades proyectadas del índice de la región, provenían de empresas dedicadas a la extracción del mineral de hierro. El metal ha sido uno de los más impactados por lo que ocurre en el gigante asiático. Por un lado,

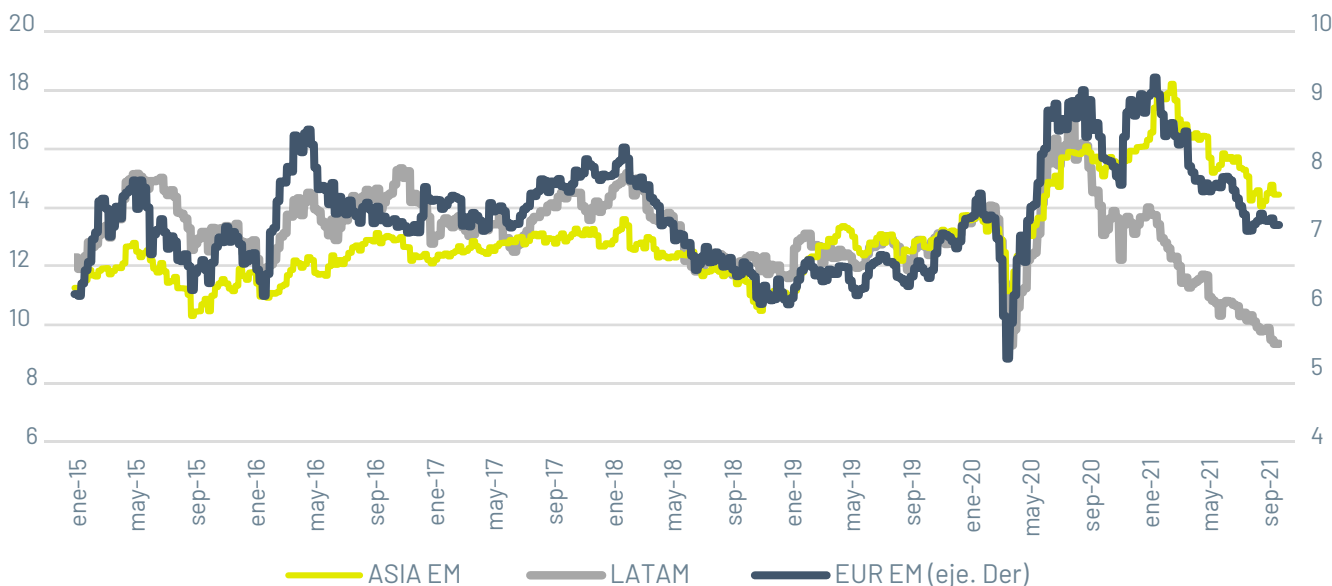
el sector de la construcción es intensivo en el uso de acero –producido a partir del hierro–. Por otro lado, la producción de acero es una de las que más consume electricidad y, por ende, una de las que más contamina, por ello se ha visto afectada por los racionamientos y por la regulación medioambiental. Además, las bolsas de la región se ven impactadas por factores internos, los cuales provienen principalmente por ruidos políticos asociados a cambios constitucionales o elecciones. En Brasil, principal país de la región, vuelven a haber temores sobre *impeachment*. Sin embargo, consideramos que será necesario ver una caída mayor en la aprobación de Bolsonaro para que se pueda dar. Finalmente, la estabilidad fiscal se ve amenazada en el gigante latinoamericano. Si bien el Gobierno se ha comprometido a contener el gasto a través de reformas, se han presentado obstáculos en el Congreso. Debido al alto endeudamiento del país, los índices son muy sensibles a estos desarrollos.

En Europa Emergente mantenemos una posición neutral. Si bien en Rusia la actividad económica muestra buenas cifras, las expectativas de utilidad tienen tendencia al alza y nuestros modelos cuantitativos entregan señales positivas, mantenemos la cautela ante un constante riesgo geopolítico dadas las tensiones con Estados Unidos y Europa. Por último, el Banco Central ha iniciado un ciclo contractivo con el objetivo de controlar la inflación.

“Dentro de sus transformaciones estructurales China busca alcanzar la descarbonización, esto la ha llevado a regular a la industria de generación eléctrica y a la minería del carbón”.

Latinoamérica se ha visto afectada por la desaceleración China y por ruidos políticos internos

Fuente: Bloomberg



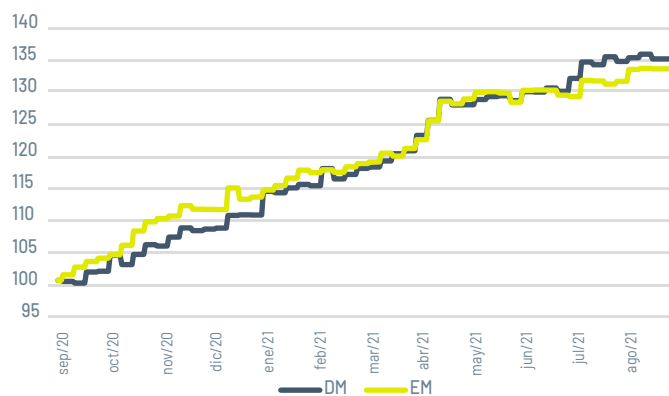
ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

En línea con nuestros modelos cuantitativos, mantenemos una visión positiva de la renta variable. Si bien han surgido ciertos temores asociados a una pérdida de *momentum* del crecimiento, un sesgo más restrictivo de los bancos centrales alrededor del mundo, tasas de interés al alza y la desaceleración de China, lo cierto es que el crecimiento mundial viene de niveles muy altos y seguirá sobre el potencial durante los próximos trimestres, mientras que la política monetaria sigue siendo expansiva en el mundo desarrollado y una normalización de la misma, no descarrilará el rumbo de la economía. Por su parte, las tasas de interés de mercado al alza se condicen con un crecimiento económico más sólido y menores estímulos monetarios. Además, estarían internalizando una inflación más persistente a lo esperado previamente, pero en ningún caso se encuentran en niveles restrictivos que afecten a la demanda y la inversión. En ese contexto, favorecemos acciones sobre bonos. En oro mantenemos una neutralidad, que se traduce en no tener posiciones dentro de nuestros portafolios, ya que el metal precioso tiene una correlación negativa con las tasas de interés reales, las cuales enfrentan las presiones al alza antes mencionadas.

Expectativas de utilidad con tendencia al alza, tanto en emergentes como en desarrollados

Fuente: Bloomberg

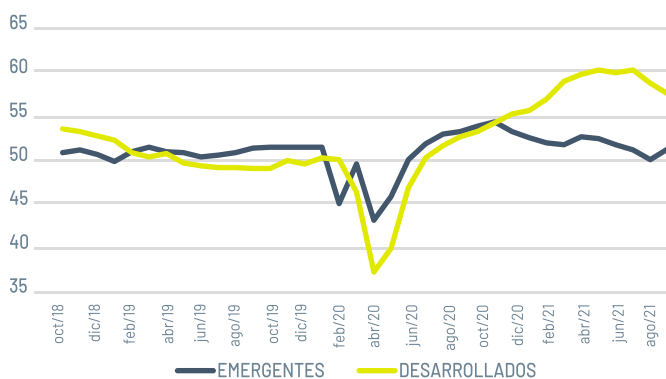


¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Mantenemos una preferencia por mercados desarrollados sobre emergentes de cara a octubre. Los mercados desarrollados cuentan con más herramientas para dar soporte a la recuperación, tanto desde el frente sanitario, donde tienen una mayor capacidad hospitalaria y acceso a vacunas, como desde el económico, donde tienen una mayor holgura para aplicar estímulos monetarios y fiscales. Dentro de mercados desarrollados contamos con preferencia por Estados Unidos. El gigante norteamericano muestra una mejor situación sanitaria que le ha permitido mantener su actividad en terreno muy expansivo. En la Eurozona y Japón también tenemos una visión positiva. La comunidad del euro cuenta con una preponderancia de sectores *value* que se ven beneficiados por la dinámica actual, especialmente ante la rotación del crecimiento fuera de Estados Unidos, que fue la primera de las grandes economías en alcanzar el *peak* del crecimiento, mientras que el país nipón presenta una oportunidad ante el rezago que trae ante sus pares desarrollados y una mejora de la economía doméstica de la mano de las vacunas. Por otro lado, los países emergentes se ven afectados en su conjunto por la desaceleración de China, ya que es el principal consumidor de materias primas a nivel mundial y en la mayoría de los casos es el principal socio comercial. En el caso de Latinoamérica, la situación se ve amplificada por ruidos políticos internos.

PMI a manufactura evidencia la brecha en la actividad que existe entre emergentes y desarrollados

Fuente: Bloomberg

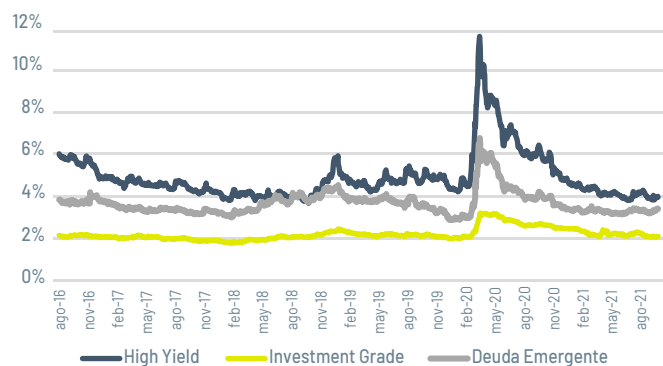


RENTA FIJA INTERNACIONAL

Dentro de renta fija internacional mantenemos una visión positiva en papeles *High Yield* ya que varios de los sectores de la categoría se verán beneficiados en la medida en que la recuperación de la actividad siga su curso. Adicionalmente, su *spread* tiene una mayor capacidad de absorber alzas en la tasa base. Por otro lado, mantenemos un doble subponderar en Bonos del Tesoro debido al bajo nivel de la tasa de interés, las cuales enfrentarían presiones al alza ante el sesgo menos acomodativo que ha adoptado la Reserva Federal, un crecimiento que seguirá sobre la tendencia y una inflación que sería más persistente. En deuda emergente, tanto en moneda local como en moneda dura, mantenemos la neutralidad. Si bien los *spreads* se ven más atractivos que en otras categorías, las materias primas habrían alcanzado un nivel donde el *upside* potencial es limitado y la desaceleración de China impacta a toda la categoría. Finalmente, en los papeles con grado de inversión, también mantenemos una posición neutral. Si bien son un buen elemento para diversificar ante un eventual aumento en la volatilidad, están directamente relacionados a la tasa base.

Spreads se expandieron en emergentes debido a la situación China

Fuente: Bloomberg



COMMODITIES

En septiembre las materias primas experimentaron retornos mixtos. Por un lado, el cobre presentó un retroceso de 6,2% ante la desaceleración de China en general y del mercado inmobiliario del gigante asiático en particular. Por otro lado, el petróleo experimentó un alza de casi dos dígitos ante la crisis energética que se vive en Europa y China. Si bien el petróleo no está directamente involucrado en la escasez, al ser un bien sustituto del gas natural y el carbón ha experimentado presiones al alza. Hacia adelante mantenemos una visión neutral en cobre. Por un lado, paquetes fiscales fuera de China que fluyan a infraestructura y disrupciones en la oferta dan soporte al precio. Por otro lado, China es el principal consumidor de cobre a nivel mundial y la caída en las importaciones, tanto por la desaceleración como por la liberación de reservas, no sería compensada del todo por el resto del mundo. Con respecto al crudo, también mantenemos una visión neutral. Si bien la situación energética de Europa y China podría seguir siendo favorable de cara al invierno, especialmente si este es más frío de lo normal, consideramos que la OPEP+ irá incrementando la producción en línea con la demanda, poniendo un techo a su precio.

Resultados mixtos en materias primas durante septiembre

Fuente: Bloomberg



Síguenos en LinkedIn  y entérate de nuestras novedades



PRINCIPALES SUPUESTOS PARA LA ESTRATEGIA

- A** 2021 será un año de recuperación económica en la medida en que se pueda superar la pandemia a través de las vacunas.
- B** Bancos centrales comienzan a adoptar un sesgo menos acomodativo ante positivos datos de crecimiento e inflación más persistente.
- C** Gobiernos prolongarán la acción fiscal para dar apoyo a la reactivación y recuperar las cifras de empleo.
- D** Permanece riesgo de tensiones internacionales entre diferentes potencias.

PRINCIPALES RIESGOS DE NUESTRA ESTRATEGIA GLOBAL

El principal riesgo para nuestra estrategia es que la pérdida de *momentum* del crecimiento vaya más allá de lo esperado. Esto cobra especial relevancia ante los desarrollos que están

ocurriendo en China, donde la desaceleración controlada llevada a cabo por el Gobierno central con el objetivo de desapalancar su economía se ha visto impactada por una serie de *shocks* que estarían empeorando la situación, mientras que las autoridades no han querido hacer estímulos de una magnitud suficiente que revierta la situación. En segundo lugar está el coronavirus. Si bien el acceso a las vacunas se ha visto incrementado, en varios países emergentes el despliegue es insuficiente mientras que en algunos sectores de la sociedad existe cierta reticencia a vacunarse, lo que permite la aparición de nuevas variantes, algunas de las cuales podrían tener más resistencia a la protección de las vacunas. En tercer lugar está la inflación, pues bancos centrales han reconocido que sería más persistente de lo anticipado, aunque de todas formas insisten que una vez que se normalicen las cadenas de suministro, las presiones inflacionarias deberían retroceder. Finalmente, hay riesgos políticos vigentes: hemos visto una relación más tensa entre el Poder Ejecutivo y el Legislativo en Estados Unidos, mientras que las tensiones geopolíticas no retroceden. En Latinoamérica, cambios constitucionales, de Gobiernos y parlamentarios, generan incertidumbre entre los inversionistas.





MÉXICO

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en LATAM (+13%). 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.

¿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 en 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.

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.

¿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 acortándola 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 de 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.

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.

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.





PERÚ

¿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 2,1%, impulsado por Consumo y Utilities (11,6% y 8,9% durante el mes). El resto de los sectores, Industrial, Construcción y Financiero mostraron rebotes de dígito simple, mientras que Minería tuvo una corrección (-7,6%) en línea con lo 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).

¿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 la curva local dados los riesgos e incertidumbre política que perjudican la liquidez en la curva y debido también a la alta tenencia en soberanos por parte de extranjeros.

¿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.

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 10 años es de 495 pbs, con 166 pbs por encima del promedio de los último 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%.

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, con esto, 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.





CHILE

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante septiembre, la bolsa chilena presentó un retroceso de -8% 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, la continua discusión de proyectos populistas en el Congreso, permanentes roces entre el Poder Ejecutivo y el 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.

¿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. 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.

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%).

¿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 que consideramos que las expectativas de inflación están muy bajas.

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.

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 suba 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.





COLOMBIA

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En septiembre, el COLCAP presentó una rentabilidad positiva de 2,2%. Lo anterior, explicado por la aprobación de la reforma tributaria enfocada en aumentar la carga tributaria a las compañías y mejorar la eficiencia en la administración tributaria. En lo corrido del año, la bolsa acumula una rentabilidad negativa de 14,8%. No obstante, desde la entrega pasada hemos adoptado una posición más constructiva en el mercado, gracias a una menor incertidumbre tras la aprobación de la reforma tributaria, la mayor dinamización de la economía y su impacto positivo en el sector financiero y energético.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global (DXY) presentó un incremento de 1,5%, explicado principalmente por un cambio en las expectativas de tasa de política monetaria por parte del FOMC, el anuncio de un posible inicio del *tapering* para finales de este año y la expectativa del fin del mismo para mediados de 2022, esto pese al sentimiento generalizado de aversión al riesgo producto de la reestructuración en el sector inmobiliario chino y su impacto en los niveles de crecimiento. Dado lo anterior, el peso colombiano presentó una devaluación de 1%. Sin embargo, la aprobación de la nueva reforma tributaria, la cual mejora las perspectivas fiscales del país en el corto plazo, y las decisiones de política monetaria por parte del BanRep, podrían dar soporte a la moneda.

INFLACIÓN

En septiembre, la inflación presentó una variación mensual de 0.38%, levemente por encima de las expectativas del mercado que apuntaban a un incremento de 0.35%. Nuevamente, las mayores presiones vinieron por la reapertura y dinamización de la economía. Servicios como Recreación y Cultura presentaron la mayor variación en el mes (0,77%), seguidos de rubros afectados por los choques de oferta y los mayores precios de los energéticos (Alimentos y Bebidas no alcohólicas) con un incremento de 0,76%. Esperamos que para lo que resta del año, las presiones en varios en precios persistan, lo que apoyaría también la continuidad del ciclo alcista de tasas por parte del banco central.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció la subasta de 750.000 millones en TES Verdes denominados en pesos colombianos, con un vencimiento a 10 años. Es la primera colocación de bonos verdes de Colombia, convirtiéndose en el segundo país de Latinoamérica en emitir este tipo de bonos, después de Chile. La transacción contribuye a financiar proyectos vinculados a la gestión del agua, migración a energías renovables no convencionales, la protección de la biodiversidad y apoyar la transición del transporte hacia un sistema más limpio y sostenible.

TASAS DE INTERÉS

En septiembre, la curva local colombiana presentó un incremento en todos los nodos, dado las expectativas sobre el inicio de una política monetaria contractiva por parte de BanRep y un aumento en las tasas de largo plazo del tesoro americano. En adelante, esperamos que el inicio del ciclo contractivo por parte del banco central continúe presionando los nodos de corto plazo al alza.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En septiembre se dio finamente el inicio de lo que esperamos sea un ciclo contractivo de política monetaria por parte del banco central, luego de varias semanas de especulaciones respecto al tiempo de inicio de este. Destacamos, adicionalmente, el discurso con un tono más "contractivo" versus las reuniones anteriores, donde además de tres miembros votando por un incremento de 50 pbs también se menciona la mejora significativa en la actividad local pese a los bloqueos, el tercer pico de la pandemia y, adicionalmente, el incremento en las expectativas de inflación por parte del equipo técnico del banco.





URUGUAY

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.

¿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.

¿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, mientras que 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

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 1 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.

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.

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





INVESTMENT MANAGEMENT