

# One House View

Pese a ruidos recientes, el trasfondo  
macroeconómico sigue siendo positivo

• Diciembre 2021 •



# TABLA DE CONTENIDO

## 1 Resumen de la estrategia

En diciembre continuamos con una visión positiva en renta variable.

• [Página 3](#) • [ir](#)

## 2 Visión global de los mercados

Analizamos las afectaciones que ha traído la nueva variante "ómicron" a los mercados globales.

• [Página 5](#) • [ir](#)

## 3 Resumen económico y de mercados

El mercado norteamericano se posiciona como una buena alternativa para hacer frente la nueva variante del coronavirus.

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 mercados desarrollados, con una posición de sobreponderar. En mercados emergentes mantenemos la neutralidad.

• [Página 12](#) • [ir](#)

## 5 Análisis por países

Revisamos a fondo la inflación en cada uno de los países y la forma en la que está afectando a los mercados.

México

• [Página 15](#) • [ir](#)

Colombia

• [Página 18](#) • [ir](#)

Perú

• [Página 16](#) • [ir](#)

Uruguay

• [Página 19](#) • [ir](#)

Chile

• [Página 17](#) • [ir](#)

# RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

DICIEMBRE

## En diciembre mantenemos una visión positiva en renta variable y usamos la renta fija como financiador.

Para el mes de diciembre mantenemos una visión positiva en renta variable. Si bien durante los últimos días de noviembre vimos un escenario de aversión al riesgo ante temores de que la nueva variante de coronavirus sea más resistente, aún no se ha confirmado dicha información. Además, mantenemos una sobreponderación en desarrollados y una posición neutral en emergentes. Las regiones más avanzadas presentan una mejor posición para hacer frente a una nueva ola de coronavirus, tanto desde el frente sanitario como desde el económico.

En la Eurozona mantenemos la posición neutral adoptada en el mes anterior. Si bien la región tiene características positivas como una alta tasa de vacunación y apoyo monetario y fiscal, por parte del Banco Central Europeo y el Fondo de Recuperación Europeo respectivamente, vemos una falta de catalizadores positivos que justifiquen tomar una posición de mayor convicción.

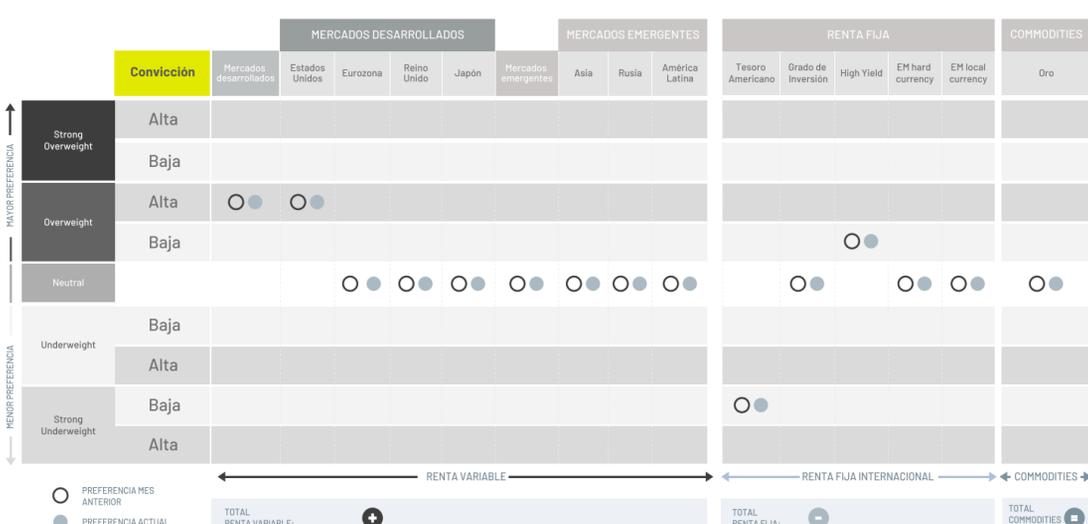
En Japón mantenemos una posición neutral. El rezago que el país trae con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad, especialmente ante el contexto de un nuevo estímulo fiscal anunciado por el nuevo primer ministro por un 10% del PIB.

Mantenemos nuestra posición neutral en Emergentes. En China, las autoridades han continuado entregando apoyo a la economía a través de inyecciones de liquidez y el relajamiento de algunas restricciones al

crédito. Sin embargo, esto aún no es recogido por los indicadores de crédito que, si bien caen con menor intensidad, siguen a la baja.

En oro mantenemos una posición de neutralidad que en la práctica se traduce en no tener posiciones en nuestros portafolios, esto responde a la alta correlación negativa que presenta el metal precioso con las tasas de interés reales.

Seguimos utilizando la renta fija como financiador, hemos visto que los bancos centrales y sus autoridades han reconocido que la inflación sería más persistente de lo anticipado, lo que ha aumentado las probabilidades de una aceleración en el retiro del estímulo.



# INVESTMENT MANAGEMENT



## DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

### ESTADOS UNIDOS

Nuestra mayor convicción es Estados Unidos ya que su bolsa presenta características defensivas y se ha visto beneficiada ante aceleraciones anteriores de los casos. Además, sus autoridades han insistido que no impondrán restricciones a la movilidad de las personas, tal como hicieron con la ola de la variante delta. En el resto de las regiones mantenemos una posición neutral, a la espera de oportunidades que nos lleven a tomar posición.

### EUROPA

En la Eurozona mantenemos la posición neutral adoptada en el mes anterior. Si bien la región tiene características positivas como lo son una alta tasa de vacunación, apoyo monetario y fiscal, por parte del Banco Central Europeo y el Fondo de Recuperación Europeo respectivamente, vemos una falta de catalizadores positivos que justifiquen tomar una posición de mayor convicción.

### JAPÓN

En Japón mantenemos una posición neutral. El nuevo Primer Ministro ha mencionado que busca diferenciarse de sus predecesores construyendo una sociedad más igualitaria, lo que podría generar volatilidad. De hecho, durante su campaña mostró sus intenciones de incrementar los impuestos a las ganancias de capital, si bien no tiene el apoyo de los miembros de su partido que se encuentran en el parlamento, esto podría afectar la gobernabilidad, reviviendo temores de constantes cambios de primer ministro durante periodos pasados.

## EMERGENTES

### LATINOAMÉRICA

En Latinoamérica mantenemos una posición neutral. Por un lado, las valorizaciones se encuentran en niveles atractivos y vemos avances en el parlamento en Brasil con respecto a los programas de ayuda y a las demandas que ha perdido el Estado, que, si bien aumentarían el gasto fiscal, situación que preocupa constantemente al mercado,

pondría un límite a este aumento, evitando un escenario más desfavorable, lo que es percibido como positivo por el mercado. Por otro lado, nuestros modelos cuantitativos no favorecen a la región y hemos visto un retroceso de las materias primas ante temores sobre la demanda ante una nueva ola de coronavirus.

### ASIA EMERGENTE

En Asia emergente también se mostró un retroceso en los mercados.

# INVESTMENT MANAGEMENT

## INQUIETANTES LECTURAS EN LOS MERCADOS GLOBALES

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

La pandemia vuelve a generar nerviosismo entre los inversionistas.

Por supuesto que la preocupación no partió por los inversionistas, sino que comenzó dentro de la comunidad científica.

La catalogaron como variante de preocupación.

Aún todos los datos que conocemos sobre la nueva variante son preliminares y tardarán semanas antes de ser confirmados.

Aparentemente los cuadros clínicos tienen una menor severidad y las vacunas tendrían esta nueva variante.

La aparición de esta variante se da en un contexto donde estábamos viendo una aceleración de los casos.

A nivel económico los impactos de esta nueva ola dependerán de su evolución.

Por el lado del crecimiento global, tendría un impacto negativo.

Tras dos años de ser reportados los primeros casos de coronavirus, la pandemia vuelve a generar nerviosismo entre los inversionistas. Esto por la aparición de una nueva variante, la cual fue llamada ómicron por la Organización Mundial de la Salud. Esta nueva variante fue detectada por primera vez el día 24 de noviembre en Sudáfrica y desde entonces una serie de países alrededor del mundo han reportado la presencia de esta dentro de sus fronteras.

Por supuesto que la preocupación no partió por los inversionistas, sino que comenzó dentro de la comunidad científica, que al percatarse de la gran cantidad de mutaciones –la mayor hasta el momento– que presenta la nueva variante, especialmente en la proteína espiga que le permite entrar a las células humanas, comenzaron a temer que pudiera ser más contagiosa y potencialmente resistente a las vacunas, las cuales enseñan a nuestro sistema inmunológico a identificar y defenderse de esta parte del virus. Por ello, la catalogaron como variante de preocupación, otorgándole una letra del alfabeto griego como nombre, como ha ocurrido con otras variantes como beta y delta.

Aún todos los datos que conocemos sobre la nueva variante son preliminares y tardarán semanas antes de ser confirmados. Por un lado, la experiencia sudafricana, donde la mayoría de las secuenciaciones de casos positivos pertenecen a ómicron, muestra un rápido crecimiento de los contagios, incluso en personas que ya habían sido infectadas por el virus. Por otro lado, aparentemente los cuadros clínicos tienen una menor severidad y las vacunas tendrían un efecto de protección ante esta nueva variante. En este punto cobran especial relevancia dos factores: 1) la aplicación de dosis de refuerzo, los países más avanzados en la aplicación de dosis de refuerzo estarán

más preparados para enfrentar nuevos brotes, evitando el colapso de sus sistemas sanitarios y la necesidad de medidas estrictas de restricción a la movilidad de las personas y 2) convencer a las personas que no quieren vacunarse de que lo hagan, medidas que ya están siendo tomadas en los países donde hay más reticencia.

La aparición de esta variante se da en un contexto donde estábamos viendo una nueva aceleración de los casos –que aún no pueden ser atribuidos a la misma– especialmente concentrados en el hemisferio norte en general y en Europa en particular, justo cuando entran al invierno. A nivel económico los impactos de esta nueva ola dependerán de su evolución. Si esta se torna grave tendrá una serie de efectos sobre una economía –que como hemos visto en entregas anteriores– que ya comienza a dar señales de estar perdiendo impulso.

Por el lado del crecimiento global, tendrá un impacto negativo. Los Gobiernos han adoptado diferentes enfoques para lidiar con los rebotes. Por un lado, tenemos a Estados Unidos que durante la ola generada por delta evitó imponer restricciones a la movilidad de las personas. Sin embargo, si bien fue acotado, igual tuvo un impacto en la actividad, mientras que la confianza del consumidor acusó un golpe más fuerte. Por otro lado, tenemos el enfoque chino, donde el gobierno sigue una estrategia de COVID-19 cero, que implica el cierre total de puertos, zonas industriales, barrios o ciudades ante la aparición de tan solo algunos casos, lo que sin duda impactaría a la actividad. Finalmente, está el enfoque europeo, que es un punto intermedio entre los dos anteriores, donde se van imponiendo restricciones a medida que los brotes se vayan haciendo más severos y, por lo mismo, no se puede descartar nuevas medidas, ya que es una de las regiones más afectadas.

## Casos de coronavirus vuelven a ganar fuerza

Fuente: Bloomberg



**Desde el punto de vista de la inflación, una nueva aceleración de los casos generaría mayores presiones inflacionarias.**

**Podría revertir la rotación de bienes a servicios.**

**Más presión en un mercado laboral que ya está apretado.**

**Como mencionamos anteriormente, para que esto ocurra, los riesgos asociados al coronavirus deben materializarse.**

Desde el punto de vista de la inflación, una nueva aceleración de los casos generaría mayores presiones inflacionarias, contrario a lo que ocurría al comienzo de la pandemia, debido a los importantes excesos de ahorro que han acumulado los hogares en el mundo desarrollado. En primer lugar, una nueva ola podría revertir la rotación de bienes a servicios que está comenzando a materializarse, mientras que retrasaría la normalización de las cadenas de suministro, que también están comenzando a mostrar señales de incipiente mejora –esto cobra especial relevancia ante la estrategia china antes mencionada–. En segundo lugar, en un intento de aumentar la penetración de las vacunas, hemos visto cómo en el mundo desarrollado –y especialmente en Estados Unidos– el Gobierno está fomentando la adopción por parte de las empresas medianas y grandes de mandatos que fuercen a sus trabajadores a estar

vacunados o a testearse periódicamente. Ante esto, algunas encuestas señalan que un porcentaje considerable de los trabajadores están dispuestos a renunciar con tal de no vacunarse, generando más presión en un mercado laboral que ya está apretado.

Como mencionamos anteriormente, para que esto ocurra, los riesgos asociados al coronavirus deben materializarse, ya sea a causa de ómicron, delta u otra nueva variante. Sin embargo, vuelven a evidenciar que, si no hay un esfuerzo conjunto entre ciudadanos y países, la economía seguirá enfrentando estos shocks. Los países con escaso acceso a la vacuna o los segmentos de la población que no quieren ser inoculados son tierra fértil para la aparición de nuevas variantes, con el riesgo de que surja una realmente resistente y contagiosa.



# RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

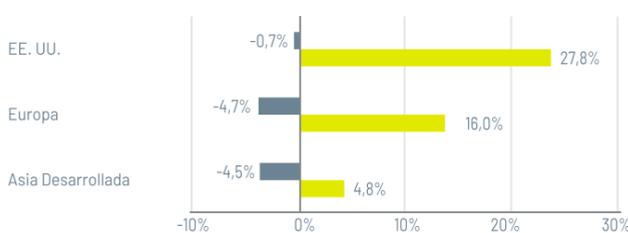
## DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Durante el mes de noviembre los mercados globales enfrentaron un escenario de fuerte aversión al riesgo. Esto tiene su explicación, fundamentalmente, en dos hechos. En primer lugar, hemos visto un sesgo menos acomodativo por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales alrededor del mundo, con un reconocimiento de que las presiones inflacionarias serían más persistentes de lo anticipado. En segundo lugar, y con una mayor relevancia a la hora de explicar el magro desempeño de los mercados, encontramos a la aparición de una nueva variante de coronavirus considerada como de preocupación por la Organización Mundial de la Salud debido a la gran cantidad de mutaciones que presenta, lo que podría volverla potencialmente más resistente –lo que aún no se ha demostrado–. Esto revivió los temores de que se vuelvan a instaurar restricciones a la movilidad de las personas, impactando a la demanda y, por ende, al crecimiento económico.

## RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

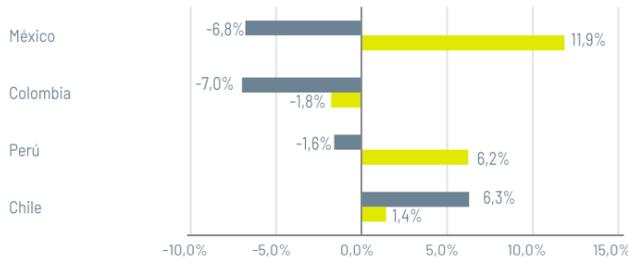
### MERCADOS DESARROLLADOS



### MERCADOS EMERGENTES



### MERCADOS LOCALES



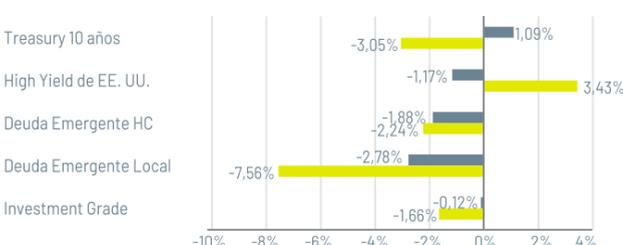
A nivel regional, Estados Unidos se mostró como el mercado más resiliente. Por un lado, su bolsa tiene características defensivas que se favorecen de un contexto de aversión al riesgo. Por otro lado, autoridades norteamericanas han descartado el uso de medidas de confinamiento estrictas en caso de enfrentar una nueva ola. Dentro de mercados desarrollados, tanto Europa como Japón se vieron impactados por la aversión al riesgo. El viejo continente enfrenta uno de los mayores brotes a nivel global, forzando a algunas autoridades a reinstaurar restricciones, mientras que Japón prohibió el ingreso de personas extranjeras. En mercados emergentes, Europa Emergente tuvo el mayor retroceso, impactada por la caída del petróleo ante noticias de una liberación coordinada de reservas por parte de varios países consumidores y por temores de que nuevas restricciones contraerán la demanda. Finalmente, tanto Latinoamérica como Asia Emergente también enfrentaron retrocesos.

Dentro de renta fija internacional también vimos un comportamiento en línea con una aversión al riesgo. Por un lado, los Bonos del Tesoro de Estados Unidos –el activo refugio por antonomasia– presentaron un retorno positivo. Los papeles Investment Grade, fuertemente influenciados por la tasa base, se mantuvieron más bien planos, mientras que las categorías más riesgosas presentaron retrocesos, siendo la Deuda Emergente en Moneda Local la más afectada, impactada no solo por las alzas en las tasas de rendimiento, sino por la depreciación de las monedas emergentes.

## RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

### MERCADO INTERNACIONAL



## RETORNOS DIVISAS



# MERCADOS LOCALES

**MÉXICO:** si bien México hasta ahora no se ha visto tan afectado por asuntos políticos o económicos, como ha sucedido en otras economías en Latam o emergentes, la reciente decisión del Ejecutivo sobre cancelar su propuesta de que Arturo Herrera, exsecretario de Hacienda, ocupe el puesto como gobernador de Banco de México, resultó en episodios de volatilidad local en los mercados de renta fija. En su lugar, el presidente de la república propuso a Victoria Rodríguez para relevar a Alejandro Díaz de León. Según el presidente, la decisión se sustenta en uno de los objetivos de su mandato, que es dar mayor participación a las mujeres o priorizar la igualdad. Victoria Rodríguez cuenta con credenciales profesionales, sin embargo, el cambio repentino no fue inicialmente positivo para el mercado.

**PERÚ:** a comienzos de diciembre, el Congreso de Perú votó si admitir o no la moción de censura a Pedro Castillo, presentada por algunos parlamentarios, lo que daría inicio a un proceso de destitución del mandatario por incapacidad moral. Sin embargo, la moción no fue admitida a trámite. Faltaron solo seis votos para dar inicio al proceso que, para llegar a buen término, necesitaba una votación mayor en una segunda instancia. Si bien la iniciativa no prosperó, es una clara evidencia de que los roces que han enfrentado al Poder Ejecutivo y al Legislativo en Perú en los últimos años –que truncó el mandato de dos presidentes– seguirá ocupando la agenda con Castillo.

**COLOMBIA:** en noviembre, la Superintendencia Financiera de Colombia dio a conocer dos solicitudes para hacer una Oferta Pública de Adquisición (OPA) por Grupo Nutresa y Grupo SURA, esta última sujeta de aprobación por la autoridad, que representan alrededor del 14,5% del MSCI COLCAP. Dichas solicitudes fueron realizadas ofreciendo una prima de ~37% y ~27%, respectivamente. La OPA inicial por Grupo Nutresa comenzó el 29 de noviembre y finalizará el 17 de diciembre. Al momento de hacer esta publicación, se han recibido aceptaciones por un total de 0,13% del máximo a comprar.

**CHILE:** durante el mes de noviembre se llevó a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales y las elecciones legislativas en Chile. En las presidenciales pasaron a segunda vuelta los candidatos más extremos de ambos lados del espectro político, Gabriel Boric por la izquierda y José Antonio Kast por la derecha. Lo anterior ha forzado a ambos candidatos a moderar su discurso en búsqueda de los votos del centro. En cuanto a las parlamentarias, en la elección de diputados ningún bloque obtuvo la mayoría, por lo que la Cámara se encuentra atomizada, mientras que, en el Senado, si ordenamos por posturas ideológicas de izquierda y derecha, cada una cuenta con el 50%. Esto dificultará al nuevo mandatario la implementación de su agenda y obligará a la búsqueda de acuerdos. Adicionalmente, al mantener la derecha al menos un tercio en ambas Cámaras puede mantener un poder de veto en lo que respecta a leyes de cuórum calificado, entre ellas a la que regula a la convención que está redactando la nueva constitución.

**URUGUAY:** la recuperación de la actividad ha sido muy positiva en los últimos meses. El plan de vacunación se llevó a cabo de forma exitosa, lo que permitió un gran aumento de la movilidad urbana en los últimos meses. La tasa de desempleo viene en descenso y el número de trabajadores en seguro de desempleo ha vuelto a los niveles prepandémicos. En otro orden, el pasado miércoles 1 de diciembre, Uruguay completó la emisión de bonos de oferta pública en el mercado de Japón por un total de 50 mil millones de yenes a plazos de entre 3 y 15 años. Con esto, el Gobierno logra reducir el costo esperado de endeudamiento, ampliar la base de inversionistas y diversificar los mercados y monedas de las fuentes de financiamiento y, a su vez, potencia los vínculos e integración financiera con Japón.

## EE. UU.

En Estados Unidos mantenemos la sobreponderación. El mercado norteamericano se posiciona como una buena alternativa para hacer frente a la aversión al riesgo generada por la nueva variante del coronavirus. Por un lado, su bolsa tiene características defensivas, en el relativo con respecto a otros mercados accionarios, cuenta con una sobreponderación de sectores tecnológicos que se han visto beneficiados en los momentos más álgidos de la pandemia. Por otro lado, sólo el 40% de los ingresos del S&P500 proviene de fuentes extranjeras, esto es relativamente bajo si comparamos con otras regiones, lo que cobra especial relevancia ante las declaraciones de autoridades de que un confinamiento estricto no está dentro de las posibilidades si los contagios se aceleran –pese a que en la práctica es una decisión de los gobiernos locales– y que apuntarán a una estrategia de vacunación, testeo y contención, similar a lo hecho durante la ola generada por la variante delta. Además, esta característica le permite al mercado norteamericano estar menos expuesto a la desaceleración de la economía china, a diferencia de sus pares desarrollados.

Uno de los principales riesgos que enfrenta la economía norteamericana es la inflación y las decisiones de política monetaria que esta implique. Por un lado, el presidente de la Reserva Federal reconoció que las presiones inflacionarias que enfrenta la economía serían más persistentes a lo anticipado y que es momento de remover la palabra “transitoria”. En ese contexto, no descartó una aceleración del proceso de *tapering* anunciado el mes pasado. Por otro lado, Powell reconoció que

la recuperación del mercado laboral podría ser más lenta de lo esperado, por lo que es probable que el componente de inflación comience a tomar más relevancia en las decisiones sobre el retiro de los estímulos.

Por su parte, el mercado laboral entregó señales mixtas en noviembre. Por un lado, la creación de nóminas no agrícolas decepcionó al mercado con la creación de 210 mil puestos de trabajo, bajo los 550 mil esperados. Por otro lado, la tasa de desempleo cayó en 0,4 puntos porcentuales, ubicándose en 4,2%. La divergencia puede explicarse porque las nóminas no agrícolas se miden a través de una encuesta que este mes obtuvo una baja tasa de respuesta. En síntesis, el dato de empleo fue, en general, positivo, favoreciendo a expectativas una aceleración del retiro del estímulo.

“Uno de los principales riesgos que enfrenta la economía norteamericana es la inflación y las decisiones de política monetaria que esta implique”.

## Inflación alcanza niveles no vistos en décadas en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg



## EUROPA

“En la Eurozona mantenemos la posición neutral adoptada en el mes anterior”.

En la Eurozona mantenemos la posición neutral adoptada en el mes anterior. Si bien la región tiene características positivas como lo son una alta tasa de vacunación, apoyo monetario y fiscal, por parte del Banco Central Europeo y el Fondo de Recuperación Europeo respectivamente, vemos una falta de catalizadores positivos que justifiquen tomar una posición de mayor convicción. Entre ellos encontramos: (I) la aceleración de los casos de coronavirus dentro de sus fronteras, que ha forzado a autoridades de algunos países a reinstaurar medidas de restricción a la movilidad de las personas, especialmente de los no vacunados, (II) una débil situación energética que ha disparado los precios de la electricidad y amenaza con ser un nuevo lastre para el crecimiento y generar presiones en los precios en un contexto de inflación récord y (III) la desaceleración de China, que es un importante socio comercial de la región, por lo que la Eurozona se ve impactada por el menor dinamismo de la economía asiática en general y la contracción del crédito chino en particular. Con respecto a la situación energética, el futuro de esta dependerá de si los nuevos brotes de coronavirus tienen un impacto sobre la demanda de *commodities* energéticos o, por el contrario, la región se enfrenta a un invierno más duro de lo normal en un contexto de bajos inventarios de gas. De todas formas, Rusia ha indicado que está dispuesta a incrementar envíos de gas, pero no sin antes obtener la aprobación del regulador alemán del proyecto Nord Stream 2.

En Reino Unido mantenemos una posición neutral. Por un lado, la comunidad presenta valorizaciones atractivas, las expectativas de utilidad continúan al alza. Por otro lado, el Brexit retoma la agenda en la medida en que el Reino Unido se enfrenta a una escasez de conductores para distribuir algunos bienes esenciales y porque la administración de Boris Johnson amenaza con dejar sin efecto parte del acuerdo de salida dada la dificultad de implementación del tratado en lo que respecta al control aduanero en el mar de Irlanda. 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.

## JAPÓN

En Japón mantenemos una posición neutral. Si bien el rezago que el país trae con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad, especialmente ante el contexto de un nuevo estímulo fiscal anunciado por el nuevo primer ministro por un 10% del PIB y que la inflación, a diferencia del resto del mundo, podría ser positiva para el país por su constante riesgo deflacionario, consideramos que una nueva aceleración de los contagios a nivel mundial y el aumento de las restricciones podrían afectar a su índice que posee una alta exposición a sectores cíclicos. Finalmente, el nuevo Primer Ministro ha mencionado que busca diferenciarse de sus predecesores construyendo una sociedad más igualitaria, lo que podría generar volatilidad. De hecho, durante su campaña mostró sus intenciones de incrementar los impuestos a las ganancias de capital, si bien no tiene el apoyo de los miembros de su partido que se encuentran en el parlamento, esto podría afectar la gobernabilidad, reviviendo temores de constantes cambios de primer ministro durante periodos pasados.



EMERGENTES

En mercados emergentes mantenemos un posicionamiento neutral. En China, las autoridades han continuado entregando apoyo a la economía a través de inyecciones de liquidez y el relajamiento de algunas restricciones al crédito. Sin embargo, esto aún no es recogido por los indicadores de crédito que, si bien caen con menor intensidad, siguen a la baja. Por otro lado, si bien aún hay una fuerte demanda mundial por bienes chinos, se espera que se modere en la medida que la rotación de bienes a servicios en Estados Unidos se materialice, aunque está en riesgo dada la nueva ola de contagios a nivel mundial. Adicionalmente, en China continúa la incertidumbre regulatoria, donde el Gobierno está planeado dispuesto a sacrificar algo de crecimiento en pro de sus objetivos de largo plazo de prosperidad común. Finalmente, pese a la caída que ha presentado el índice, las valorizaciones aún se encuentran altas con respecto a su historia, por lo que sería poco atractivo.

En Latinoamérica mantenemos una posición neutral. Por un lado, las valorizaciones se encuentran en niveles atractivos y vemos avances en el parlamento en Brasil con respecto a los programas de ayuda y a las demandas que ha perdido el Estado, que, si bien aumentarían el gasto fiscal, situación que preocupa constantemente al mercado, pondría un límite a este aumento, evitando un escenario más desfavorable, lo que es percibido como positivo por el mercado. Por otro lado, nuestros modelos cuantitativos no favorecen a la región y hemos visto un retroceso de las materias primas ante temores sobre la

demanda ante una nueva ola de coronavirus. Finalmente, los bancos centrales de la región han comenzado agresivos procesos de alzas de tasas para hacer frente a la inflación, desincentivando el consumo.

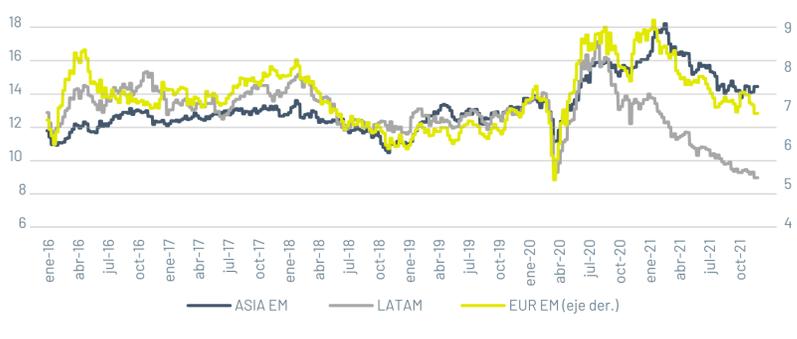
En Europa emergente mantenemos una posición neutral, en línea con nuestros modelos cuantitativos. Si bien en Rusia las expectativas de utilidad siguen con tendencia al alza y la actividad se mantiene en terreno expansivo, mantenemos la cautela ante un permanente riesgo geopolítico dado las tensiones con Estados Unidos y Europa ante el ciclo contractivo iniciado por el banco central que intenta controlar la inflación que se encuentra en niveles muy altos. Adicionalmente, Rusia enfrenta la ola de coronavirus más fuerte desde el inicio de la pandemia en un contexto de baja tasa de vacunación.

“En China, las autoridades han continuado entregando apoyo a la economía a través de inyecciones de liquidez y el relajamiento de algunas restricciones al crédito”.

Latinoamérica presenta valorizaciones atractivas

P/E F12M

Fuente: Bloomberg



INVESTMENT MANAGEMENT

ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

Si bien a finales del mes anterior vimos una fuerte aversión al riesgo ante noticias de la aparición de una nueva variante de coronavirus que podría ser potencialmente más resistente, mantenemos una preferencia por rentabilidad variable. Por un lado, el temor sobre la nueva variante se debe a la gran cantidad de mutaciones que presenta. Sin embargo, no se ha comprobado que provoque cuadros clínicos más graves o que sea resistente a la protección de las vacunas, incluso, algunos ejecutivos de las farmacéuticas que han desarrollado las vacunas han sostenido que en caso de que sea necesario, son capaces de reformularlas en unas pocas semanas y comenzar la producción en masa en cosa de meses. En segundo lugar, el escenario macro sigue siendo positivo, la economía está en una fase de expansión y esperamos que lo siga estando durante los próximos trimestres. Adicionalmente, pese al sesgo más restrictivo de los bancos centrales, las condiciones financieras siguen siendo acomodativas. Utilizamos a renta fija como financiador, ya que el retro del estímulo por parte de los bancos centrales y mayores expectativas de inflación, afecta la cotización de los papeles. En oro mantenemos una visión neutral, lo que se traduce en no tener posiciones en nuestros portafolios. El metal precioso tiene una importante correlación negativa con las tasas de interés reales y el dólar, por lo que está expuesto a una normalización monetaria.

¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Mantenemos una preferencia por mercados desarrollados, donde contamos con una posición de sobreponderar, en desmedro de mercados emergentes, donde mantenemos la neutralidad. Las naciones más avanzadas se encuentran en una mejor posición tanto sanitaria como económica, para hacer frente a una nueva ola de coronavirus. Además, si bien en desarrollados también se vive un proceso inflacionario, tienen un margen de maniobra mucho mayor que en mercados emergentes, donde muchos bancos centrales ya han iniciado un agresivo proceso de alzas de tasa de interés. Dentro de desarrollados, nuestra principal convicción es Estados Unidos, ya que su bolsa cuenta con características defensivas, donde los sectores preponderantes con respecto a otras regiones se han visto beneficiados en brotes anteriores. Adicionalmente, las autoridades han asegurado que evitarán imponer restricciones a la movilidad de las personas, si no que adoptarán una estrategia de vacunación y testeo. Finalmente, el gigante norteamericano tiene una de las economías menos expuestas a China, de donde provienen la mayoría de los riesgos que podrían amenazar al crecimiento mundial. En el resto de las regiones contamos con una neutralidad, tanto en mercados desarrollados como en emergentes.

Expectativas de utilidad moderan su tendencia al alza

EPS 12M Forward

Fuente: Bloomberg



Actividad se muestra más expansiva en desarrollados

Fuente: Bloomberg



INVESTMENT MANAGEMENT

RENTA FIJA INTERNACIONAL

Dentro de renta fija internacional mantenemos una visión poco constructiva en Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Si bien durante las jornadas de aversión al riesgo dichos papeles se vieron favorecidos, consideramos que el reconocimiento de que la inflación sería más persistente de lo anticipado y una eventual aceleración de la normalización monetaria mantendría la presión al alza en las tasas de mercado. Con respecto a High Yield mantenemos una posición de sobreponderar, la categoría tiene una mayor capacidad de absorber alzas en la tasa base a través de su spread. En el resto de las categorías -Investment Grade, Deuda Emergente en Moneda Dura y Deuda Emergente en Moneda Local- mantenemos un posicionamiento neutral.

COMMODITIES

Durante noviembre las materias primas experimentaron caídas ante temores de que la nueva aceleración de los contagios de coronavirus y la aparición de una nueva variante de preocupación para la Organización Mundial de la Salud tuvieran un impacto en la demanda. El principal golpe se lo llevó el petróleo, dado que su consumo se vería directamente afectado en caso de que se retomaran medidas estrictas y generalizadas a la movilidad de las personas, situación que hasta el momento no ha ocurrido. Hacia adelante, adoptamos una visión táctica positiva en el crudo, ya que consideramos que el mercado está sobre reaccionando a la potencial destrucción de la demanda por la nueva variante, dado que información preliminar indica que no sería más peligrosa que variantes anteriores y que las vacunas tendrían efecto en contenerla. Por el contrario, en el cobre mantenemos una visión poco constructiva dada la desaceleración que está experimentando China, principal consumidor a nivel mundial, y a los altos costos de transporte que desincentivan la demanda.

Categorías más riesgosas presentan una expansión en su spread

Fuente: Bloomberg



Petróleo sufre un fuerte golpe ante temores de una menor demanda

Fuente: Bloomberg



in **Síguenos en LinkedIn** y entérate de nuestras novedades

INVESTMENT MANAGEMENT

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 spread sigue 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 los vacales. En tercer lugar, está la inflación: los bancos centrales han reconocido que sería más persistente de lo anticipado, 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.

INVESTMENT MANAGEMENT



¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana sigue siendo la plaza de mejor rendimiento en lo que va del año en Latam (5%). Pese al sobre desempeño respecto a la región, la corrección de los últimos dos meses provee un punto de entrada atractivo para México, toda vez que la ratio P/E se ubica en 14.5x (favorecido por revisiones positivas de utilidades), por debajo de su promedio histórico de siete años (16x). En nuestra opinión, las mejores oportunidades en términos de riesgo/retorno aparecen en los sectores Consumo discrecional, Financieras e Industriales, donde en general se aprecia un momentum positivo de utilidades, así como el atractivo de varios nombres en términos de valorizaciones.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Ya sea por aversión al riesgo, por potenciales incrementos de tasa desde la FED o datos aún sólidos en la economía norteamericana, se espera que el dólar pueda seguir fortaleciéndose. Esta dinámica ha sido visible desde mediados del año, mientras ya ha comenzado a reducirse la liquidez que hasta noviembre el banco central de EE. UU. había mantenido intacta, hecho que también pudiera dar un impulso a esta moneda. Desde la perspectiva de la moneda local, se espera que el peso mexicano reporte una mayor depreciación en el año al estimarse así el pronóstico es de 21.3 MXN/USD.

INFLACIÓN

En el mes de noviembre la inflación alcanzó su nivel más alto en 20 años con un avance de 1,14% respecto al mes anterior, que en términos anuales representa 7,37%. Si bien el factor subyacente continúa con la dinámica alcista registrada en el año y tuvo un incremento mensual de 0,37%, el componente no subyacente lo más volátil nuevamente es el que presionó en gran medida al índice general al incrementarse 3,45% mes a mes. Dentro del primer rubro, los precios de mercancías se incrementaron 0,31% y 0,43% respectivamente. Sin embargo, respecto al segundo, los precios de productos agropecuarios y los energéticos lo hicieron en 4,8% y 2,64%. Con lo anterior, especialistas encuestados por Banxico pronostican que el nivel general de precios será de 7,22% a cierre de año.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

A pesar de la volatilidad reciente en los mercados, modelos cuantitativos y cualitativos apuntan a que la economía global permanece en fase de expansión. Con ello, la persistente inflación seguirá presionando los nodos cortos de las curvas, mientras los nodos medios y largos ya han hecho gran parte del recorrido de alza durante el año. Ante este contexto, y al respecto de la estrategia, se ha venido reduciendo la subponderación en términos de duración. Por otro lado, hay una preferencia por instrumentos ligados a inflación, así como que se mantiene la convicción por papeles corporativos de alta calidad crediticia. Finalmente, la curva se ha venido aplanando, al grado de que no se descarta que en ciertos casos pueda llegar a invertirse.

TASAS DE INTERÉS

La creciente inflación a nivel global mantiene presión sobre los bancos centrales, mayormente en economías emergentes, así como en las curvas de bonos, principalmente en los nodos cortos que son más susceptibles a la política monetaria. En este sentido, en el último mes los bonos ligados al incremento en los precios reportaron una fuerte alza que fue mayor en magnitud en la parte corta de la curva. Por otro lado, los bonos nominales reportaron descensos más notables en la parte corta y media de esta curva, con algunas excepciones.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación cercana al 7%, es casi evidente que Banxico continuará con los incrementos en su tasa de política monetaria. El consenso estima que, en su última junta de gobierno del año, el banco central subirá al menos en 25 puntos base la tasa de referencia para cerrar en 5,25%; misma cifra que esperan aquellos especialistas encuestados por el propio Banxico. Por otro lado, y dado que los precios mantendrán su dinámica alcista en el próximo año, se pronostica que al cierre de 2022 la tasa alcanzará 6%.

## PERÚ

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante noviembre el mercado peruano tuvo una ligera corrección. El SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima se contrajo 1,6%. Las acciones cayeron 0,5% en el mes, con Buenaventura y Southern Copper retrocediendo 7,2% y 2,5%, respectivamente. Construcción subió 4,2%, con Aenza y Ferreycorp cayendo 19,4% y 7,0%, pero con Unacem subiendo 8,9%. El sector consumo retrocedió 3,9%, con Inretail y Alicorp cayendo 4,7% y 8,6%, respectivamente. Utilities se mantuvo plano. Los papeles financieros retrocedieron 9,3%.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

En noviembre, el tipo de cambio en Perú presentó una depreciación, en línea con el resto de las monedas latinoamericanas. Por un lado, la moneda local se vio afectada por la aversión al riesgo ante la aparición de una nueva variante de coronavirus potencialmente más resistente que impulsó al dólar a nivel global, dada su característica de activo refugio. Sin embargo, el sol también se vio afectado por factores internos. Por un lado, se han cuestionado las reuniones que el presidente Pedro Castillo ha tenido con empresarios fuera de la casa de gobierno, por otro, se presentó una moción de vacancia para el mandatario.

## INFLACIÓN

Durante noviembre, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana experimentó una variación de 0,36%. Con esto, los precios acumulan una variación de 5,66% en doce meses y 5,60% en lo que va del año, muy por encima del objetivo del Banco Central de Reserva de Perú. Sin embargo, representa una leve baja con respecto al mes anterior. La inflación sin alimentos ni energía presenta una variación de 2,91% en doce meses. Dentro de las principales alzas encontramos Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad (2,21%); Muebles y Enseres (0,50%) y Otros Bienes y Servicios (0,36%).

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

A finales de octubre hubo un incremento en la tenencia de bonos soberanos por parte de los inversionistas extranjeros. Su posición se incrementó en 1,06%, alcanzando un total de 51,08%. El *spread* entre el soberano en soles y el *treasury* de diez años ha continuado estable, comparado con el mes pasado, destacando una reducción tanto del *treasury* como del soberano peruano. Continuamos con una posición neutral en duración, teniendo en cuenta que el mercado ya ha incorporado un posible incremento en la tasa de referencia a fin de año.

## TASAS DE INTERÉS

El *spread* del soberano peruano en soles y del gobierno de EE. UU. a diez años es de 455 bps, con 133 puntos base por encima del promedio de los últimos dos años. Por parte de los soberanos peruanos en los diferentes tenores, no presentaron alguna variación significativa durante el mes. La continuación del aplanamiento de la curva obedece al incremento en la tasa de referencia que tiene influencia directa en la parte corta de la curva.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su reunión de diciembre, el Banco Central de Reserva del Perú decidió incrementar su tasa de interés en 50 puntos base, llegando a un 2,5%. En su comunicado insisten en que la política monetaria sigue siendo expansiva y que los incrementos no implican, necesariamente, un ciclo de alzas de tasas sostenido. El banco central espera que la inflación, que se ubica muy por encima del rango meta, converja durante el segundo semestre del próximo año, y destaca que la lectura que excluye alimentos y energía se ubica en un nivel considerablemente menor.



## INVESTMENT MANAGEMENT

## CHILE

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

A diferencia de lo que ocurrió en el resto del mundo, la bolsa local experimentó una apreciación de 6,3%. Lo anterior, responde al resultado de las elecciones presidenciales y legislativas. En la presidencial pasaron ambos candidatos más extremos del espectro. Sin embargo, fue el candidato que representa a la derecha quien ganó la primera vuelta. En las legislativas, la derecha obtuvo más de un tercio en la Cámara de Diputados y el 50% en el Senado, lo que elimina algo de incertidumbre respecto a cambios radicales al modelo económico imperante en el país. De todas formas, ante las primeras encuestas de cara a la segunda vuelta, el mercado comenzó a devolver parte del ganado, ya que dan como triunfador, por amplia mayoría, al candidato que representa la izquierda, Gabriel Boric. Ante este escenario de alta incertidumbre a nivel político, mantenemos una posición neutral en la renta variable chilena.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dentro de renta fija local, nos mantenemos neutrales en duración. Por un lado, consideramos que los niveles de tasa actuales son atractivos y que la economía continúa por la senda de la recuperación de la mano de la reapertura. Por otro lado, la segunda vuelta de las elecciones presidenciales genera un escenario de alta incertidumbre. 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 presiones inflacionarias continuarán.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Pese a que el mercado de renta variable percibió como positivo el resultado de las elecciones, esto no se contagió al peso, que presentó una depreciación de 1,81% durante el mes de noviembre. Es la séptima caída consecutiva de la moneda local. Lo anterior responde a una serie de factores: (I) apreciación mundial del dólar ante escenario de aversión al riesgo y expectativas de una reserva federal más restrictiva, (II) caída en el precio del cobre y otras materias primas, principal fuente de dólares del país y (III) nuevos intentos por pasar un cuarto retiro de fondos de pensiones tras haber sido rechazado por el Senado. Hacia adelante, en el corto plazo, el tipo de cambio estará fuertemente influenciado por el desarrollo de los factores antes mencionados. En el mediano plazo, el rumbo de la economía mundial, de la economía chilena y el desarrollo de la nueva constitución afectarán a la divisa.

## TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de noviembre vimos una baja en las tasas de interés, las cuales, en promedio, sufrieron una brusca caída de cerca de 45 puntos base luego de las elecciones del 21 de noviembre, donde el mercado tomó como positiva la composición del Parlamento, especialmente del Senado, donde quedó dividido, mitad derecha mitad izquierda. Lo anterior, genera mayor estabilidad en términos de que habrá una mayor dificultad de pasar leyes radicales. Adicionalmente, esta composición más equilibrada obligará, a quien resulte electo presidente en la segunda vuelta, a negociar y buscar acuerdos. Si bien los flujos de salida continuaron durante noviembre, se moderaron con el resultado electoral.

## INFLACIÓN

Durante noviembre, la inflación volvió a sorprender al mercado con un alza de 0,5% versus el 0,4% esperado por los analistas. Con esto, el indicador acumula una variación positiva de 6,3% en lo que va del año y 6,7% en doce meses, muy por encima del objetivo del banco central (3%) y lo que pone presión para un nuevo y agresivo aumento de tasas en su próxima reunión de diciembre, donde se espera un incremento de la TPM de entre 100 y 125 puntos base. De las doce divisiones que componen el indicador, ocho presentaron variaciones positivas, donde destacan Recreación y Cultura (2,7%) y Vestuario y Calzado (2,7%), en línea con la reapertura en un contexto de temporada estival y el impulso que vive el consumo ante la gran cantidad de liquidez presente en el sistema.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria en el mes de octubre, el consejo acordó subir la tasa de política monetaria en 125 puntos base a un 2,75% y se espera que suba nuevamente en su reunión de diciembre en la misma magnitud, llegando a un 4,0%. Con respecto a la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de septiembre que esperan que alcance un 5,7% en 2021 y 3,5% en 2022. Finalmente, se espera un crecimiento de entre 10,5% y 11,5% en el 2021.



# COLOMBIA

## ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El MSCI COLCAP acumulaba una fuerte caída desde inicios de mes, influenciada por la variante ómicron y la volatilidad asociada al precio del petróleo. Sin embargo, logró recortar parcialmente las pérdidas finalizando el mes en 7% tras conocerse el anuncio de las dos OPA por parte de un tercero por las acciones de Grupo Nutresa y Grupo SURA. Desde septiembre hemos mantenido una preferencia por el mercado local en medio de una menor incertidumbre tras la aprobación de la reforma tributaria y la mayor dinamización de la economía, argumentos que todavía creemos relevantes. Factores como la variante ómicron, la cercanía a las elecciones presidenciales y nuevas restricciones en la movilidad podrían generar volatilidad.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

A la espera de un mayor ritmo de subida de tasas de interés por parte del Banco de la República, la curva de TES nominales ha sufrido un aplanamiento, los nodos cortos de la curva han tenido desvalorizaciones cercanas a 30-35 puntos base, vs. 13-15 puntos base en la parte larga de la curva. Seguimos entonces favoreciendo nodos medios y medio largos de la curva. Con respecto a los TES UVR, hemos visto un comportamiento más resiliente con desvalorizaciones promedio de 12 puntos base a lo largo de toda la curva, esto entendiendo que dichos títulos son más defensivos en momentos de altas inflaciones y políticas *hawkish* del banco central. Nuestra posición en TES UVR es favorecer los nodos cortos de la curva, ya que el *carry trade* con inflaciones mensuales altas permite unos buenos retornos al portafolio.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global (DXY) presentó un incremento de 2%, explicado por la variante ómicron que generó angustia en el mercado por la posibilidad de nuevos confinamientos y limitaciones a la movilidad. Lo anterior se suma a presiones en la parte real de la curva de tesoros de EE. UU, tras comentarios realizados por el presidente de la FED que mostraban una menor convicción respecto a la transitoriedad de la inflación; dando un impulso adicional al dólar a nivel global. Con esto, el peso colombiano se depreció 5,19% en el mes. Esperamos, en adelante, cierta lateralidad en la moneda en la medida en que factores como anuncios de la FED sobre el *tapering*, la evolución de nuevas variantes, el movimiento del precio del petróleo y las decisiones de política monetaria por parte del Banrep sigan generando volatilidad en el mercado.

## TASAS DE INTERÉS

Después de conocerse la inflación correspondiente al mes de noviembre de 2021, continúan las presiones sobre el Banco de la República para que aumente el ritmo de subidas de tasa, actualmente al 2,50%. Para la reunión de diciembre 2021, el mercado descuenta una subida de 50 puntos base, pero incluye también subidas hasta el 4,80% para los próximos 12 meses. El ritmo de esta subida de tasas de interés dependerá también del crecimiento económico observado para el último trimestre de 2021, donde se espera que Colombia crezca cerca del 9,8%. Impactos de variantes del COVID-19 como ómicron no son incluidos en el escenario.

## INFLACIÓN

En noviembre la inflación presentó una variación mensual de 0,5% por encima de las expectativas del mercado, que esperaban un incremento de 0,21%. Rubros como Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (0,25%) y Restaurante y Hoteles (0,09%) fueron los mayores contribuidores en el mes, explicados por choques de oferta y el incremento de precios de las materias primas. Dos rubros presentaron contribuciones negativas: Recreación y Cultura (-0,02%) y Prendas de vestir y calzado (-0,02%) posiblemente impactados por el día sin IVA junto con descuentos en paquetes turísticos durante la temporada. Esperamos que las presiones en servicios por la reapertura de la economía continúen.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El banco central, en la reunión de octubre, continuó con el ciclo contractivo incrementando la tasa de referencia en 50 puntos básicos a 2,5%. El incremento en tasa estuvo respaldado por una recuperación en la tasa de empleo, el incremento en las expectativas de inflación por parte del equipo técnico del Banrep y una mejora en la actividad económica. Dicha decisión sorprendió al mercado, el cual esperaba un incremento de 25 puntos básicos. Esperamos la continuidad del ciclo contractivo en las próximas reuniones.

## INVESTMENT MANAGEMENT

# URUGUAY

## CRECIMIENTO ECONÓMICO

Varios indicadores de actividad siguen dando la pauta de una aceleración en el segundo semestre del año, lo que permitiría alcanzar un crecimiento del PIB en 2021 superior a 3% según el consenso de los analistas. De mantenerse este ritmo de crecimiento, se estima muy probable volver a los niveles de actividad prepandemia a comienzos de 2022. La mejora en la situación sanitaria tuvo su correlato en una fuerte recuperación de la movilidad urbana, que en el mes de noviembre llegó a niveles similares a los observados previo a la irrupción de la pandemia. Por otra parte, las solicitudes de exportación registraron un fuerte aumento en noviembre y acumulan un crecimiento de 42% respecto a enero-noviembre de 2020, y de 23% con relación a enero-noviembre de 2019.

## ¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

En noviembre la renta fija local no pudo evadirse de los dos grandes ejes temáticos que dominan la atención de los inversores. Por un lado, la aparición de una nueva variante del coronavirus, que por su gran número de mutaciones ha sido declarada de preocupación por parte de la OMS, y por otro, la persistencia de la inflación en diferentes regiones del mundo, que podría verse agravada por el surgimiento de esta nueva variante del virus. Esta combinación podría presionar hacia un endurecimiento de las condiciones financieras que, sumadas a los riesgos ya presentes en la región, alejan el interés de los inversores por los activos locales. En línea con ello, nuestro posicionamiento procurará una mayor protección, siendo cautos en duración y privilegiando activos de tasa real.

## ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Luego de experimentar fluctuaciones importantes durante la primera quincena, el dólar terminó cerrando el mes en un nivel muy similar al de cierre de octubre, registrando una variación punta a punta de apenas -0,18%. A nivel internacional la divisa norteamericana experimentó un fortalecimiento generalizado, respondiendo como activo de refugio ante la incertidumbre que genera la irrupción de la variante ómicron. Por otra parte, las recientes declaraciones de varios miembros de la FED, entre ellos el testimonio de su presidente ante una comisión del Congreso, apuntan a que en la reunión del 14 y 15 de diciembre se pueda decidir una reducción mayor en el ritmo de compra de activos, abriendo camino a una posible suba de tasas en marzo de 2022.

## TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +66 y 18 puntos base durante el mes de noviembre, observándose aumentos significativos en el tramo más corto (hasta dos años) y luego en los más largos. Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron caídas hasta el plazo de ocho años y se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles que el mes anterior para plazos posteriores. Las tasas de interés en dólares estadounidenses del Gobierno de Uruguay presentaron aumentos hasta el plazo de diez años. Por último, los Bonos del Tesoro de EE. UU. presentaron caídas a partir del tramo de cinco años. A su vez, el *spread* aumentó a lo largo de todo el período, principalmente en el plazo de cinco a diez años.

## INFLACIÓN

El Índice de Precios al Consumidor se mantuvo en 7,9% interanual durante el mes de noviembre, mientras que la inflación mensual fue de 0,25%, ubicándose por debajo de la mediana de expectativas del BCU (0,4%). En este sentido, la inflación sigue alejada del rango meta (entre 3% y 7%) donde la inflación tendencial ascendió a 7,85% y la residual se redujo tres décimas alcanzando un 7,96%. Las presiones inflacionarias del componente tendencial vienen explicadas por aumentos de los precios de los automóviles y motocicletas, posiblemente asociados al incremento en los costos de transporte y el aumento en el tipo de cambio. Sin embargo, la caída de la componente residual explicada por los precios de frutas y verduras compensó parte del aumento de la inflación tendencial.

## TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 11 de noviembre tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, en la cual se resolvió subir la tasa de política monetaria (TPM) 50 puntos básicos, desde 5,25% a 5,75%. La aceleración de los indicadores de inflación, así como el entrecimiento en la convergencia de las expectativas y su permanencia por encima del rango meta, mientras que la recuperación de la actividad se intensifica y la situación sanitaria sigue bajo control, respaldan la decisión de un aumento mayor al de la reunión pasada, manteniendo la guía de progresivas subas hacia adelante.



INVESTMENT MANAGEMENT