

One House View

Mantenemos la preferencia por renta variable, pero con una menor convicción, a la espera de nuevas oportunidades

• Noviembre 2021 •



TABLA DE CONTENIDO

1 Resumen de la estrategia

En noviembre continuamos con una visión positiva en renta variable.

• [Página 3](#) • [ir](#)

2 Visión global de los mercados

Las lecturas de crecimiento de Estados Unidos y China estuvieron bajo lo esperado.

• [Página 5](#) • [ir](#)

3 Resumen económico y de mercados

Dentro de mercados desarrollados la bolsa de mejor desempeño fue Estados Unidos.

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, hemos disminuido la convicción pasando de un doble sobreponderar a un sobreponderar.

• [Página 12](#) • [ir](#)

5 Análisis por países

Analizamos las políticas monetarias y 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

NOVIEMBRE

Estados Unidos es la única región donde tenemos una visión positiva

En línea con nuestros modelos cuantitativos, mantenemos una visión positiva en renta variable, pero disminuimos la convicción de la misma. El escenario sigue siendo positivo para los activos de riesgo, **pero mantenemos la neutralidad de algunas regiones ante la falta de catalizadores positivos que justifiquen tomar posiciones.**

De cara a noviembre, decidimos cerrar la posición en la Eurozona y Japón, manteniendo en renta variable una preferencia por

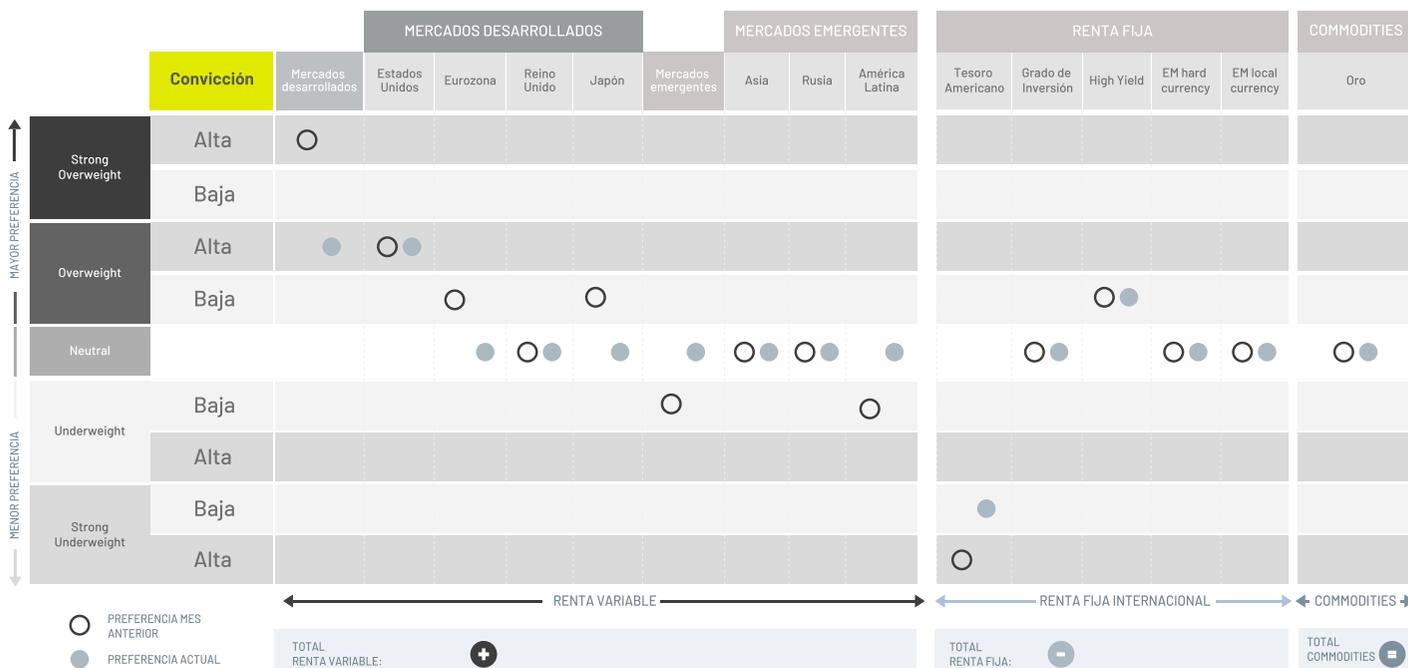
mercados desarrollados, pero con una menor convicción que en meses anteriores. **Uno de los puntos a destacar es el avance de la vacunación en todo el mundo como generador de confianza en la reactivación económica.**

En emergentes adoptamos una visión neutral, cerrando el corto en Latinoamérica. Si bien mantenemos una visión cualitativa poco constructiva de la región debido a los constantes ruidos políticos, nuestros modelos cuantitativos favorecen a los mercados latinoamericanos, lo que justifica la neutralidad.

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, por lo que se vería expuesto a una economía más saludable y una normalización monetaria.

Seguimos utilizando la renta fija como financiador, por lo que adoptamos un posicionamiento levemente menos negativo. Sin embargo, mantenemos una visión poco constructiva ya que consideramos que las tasas de interés continuarán enfrentando presiones al alza.



		LATINOAMÉRICA					
		Convicción	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú
↑ MAYOR PREFERENCIA	Strong Overweight	Alta					
		Baja					
	Overweight	Alta					
		Baja		○ ●	○ ●		
	Neutral					○ ●	
↓ MENOR PREFERENCIA	Underweight	Baja	○ ●				○ ●
		Alta					
	Strong Underweight	Baja					
		Alta					

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos mantenemos una sobreponderación, como ha sido la tónica en meses anteriores. Nuevamente la Reserva Federal fue el principal foco de atención del mercado y, tal como se esperaba en su reunión a comienzos de noviembre, el Banco Central anunció su proceso de reducción de compras de bonos, el cual comenzará este mismo mes con una reducción de USD 15 mil millones descompuestos en USD 10 mil millones en bonos del tesoro y USD 5 mil millones en activos respaldados por hipotecas.

En cuanto a la actividad en el gigante norteamericano vemos una recuperación de la misma, especialmente enfocada en los servicios tras el retroceso de la ola generada por la variante delta en el país.

EUROPA

En la Eurozona pasamos de un sobreponderar a un neutral. Si bien la región tiene características positivas, como lo son la preponderancia de sectores *value* en sus índices, los cuales se ven beneficiados del contexto económico actual -crecimiento sobre la tendencia y tasas de interés al alza-, apoyo monetario y fiscal por parte del Banco Central Europeo y el Fondo de Recuperación Europeo, respectivamente, vemos una falta de catalizadores positivos y una serie de riesgos que podrían impactar a las cotizaciones de sus activos, los cuales acumulan un positivo desempeño en lo que va del año y que han llevado sus valorizaciones a niveles altos con respecto a su historia.

JAPÓN

En Japón adoptamos una posición neutral. Si bien el rezago que el país nipón trae con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad en la medida en que la economía siga en la senda de la recuperación y que la inflación, a diferencia del resto del mundo, podría ser positiva para el país por su constante riesgo deflacionario, consideramos que las expectativas de un mayor dinamismo económico de la mano de una mayor tasa de vacunación y un estímulo fiscal por parte del nuevo primer ministro ya estaría internalizado en los precios, por lo que los riesgos serían mayoritariamente a la baja, limitando el potencial de sus activos de riesgo.

EMERGENTES

LATINOAMÉRICA

En emergentes adoptamos una visión neutral, cerrando el corto en Latinoamérica. Si bien mantenemos una visión cualitativa poco constructiva de la región debido a los constantes ruidos políticos, nuestros modelos cuantitativos favorecen a los mercados latinoamericanos, lo que justifica la neutralidad.

Continuamos atentos a las preocupaciones por la estabilidad del gasto en Brasil, que fueron un nuevo lastre para la región.

ASIA EMERGENTE

En Asia emergente el mercado internalizó menores probabilidades de que la situación de Evergrande se transforme en un evento sistémico.



INQUIETANTES LECTURAS EN LOS MERCADOS GLOBALES

VISIÓN GLOBAL DE LOS MERCADOS

Recientemente conocimos las cifras de crecimiento de algunas de las economías más grandes del mundo.

Tanto Estados Unidos como China tuvieron lecturas por debajo de lo esperado.

Lo anterior se relaciona con los impactos de las olas generadas por la variante delta.

Estos resultados inquietantes en las dos economías más grandes del mundo confirmaron el riesgo latente de encontrarnos en un punto de inflexión del ciclo económico.

Hasta ahora, los indicadores líderes sugieren que aún nos encontramos en terreno expansivo.

Sin embargo, hay señales de que esto podría cambiar en el mediano plazo.

En los últimos años el peso del crecimiento global ha recaído, primordialmente en el crédito del gigante asiático.

De mantenerse la relación entre su impulso y el ciclo económico, es de esperarse un entorno de debilidad en los próximos trimestres.

Recientemente conocimos las cifras de crecimiento de algunas de las economías más grandes del mundo, las que tienen una mayor ponderación a la hora de calcular el crecimiento mundial. Tanto Estados Unidos como China tuvieron lecturas por debajo de lo esperado. Por un lado, el país norteamericano experimentó una expansión anualizada de 2% respecto al trimestre anterior, por debajo del 2,6% del consenso y del 6,7% visto en el segundo trimestre; China creció un 0,8%, por debajo del 1,6% esperado y el 5,2% del trimestre anterior. Lo anterior se relaciona con los impactos de las olas generadas por la variante delta. Estados Unidos experimentó una importante aceleración de los contagios: pese a que las autoridades no impusieron medidas drásticas, tuvo un impacto en la actividad y la confianza por el simple comportamiento de los consumidores. Por el contrario, China mantiene una estricta política de cero tolerancia al coronavirus que ha forzado a las autoridades a cerrar ciudades completas ante los primeros indicios de un brote. La debilidad china fue agudizada por políticas de descarbonización y control de precios energéticos que causaron paros productivos, y restricciones de crédito al sector inmobiliario que detonaron riesgos de *default* por parte de importantes compañías desarrolladoras.

Estos resultados inquietantes en las dos economías más grandes del mundo confirmaron el riesgo latente de encontrarnos en un punto de inflexión del ciclo económico, pasando de una fase que favorece a los activos de riesgo (expansión) a otra que históricamente favorece a activos más defensivos

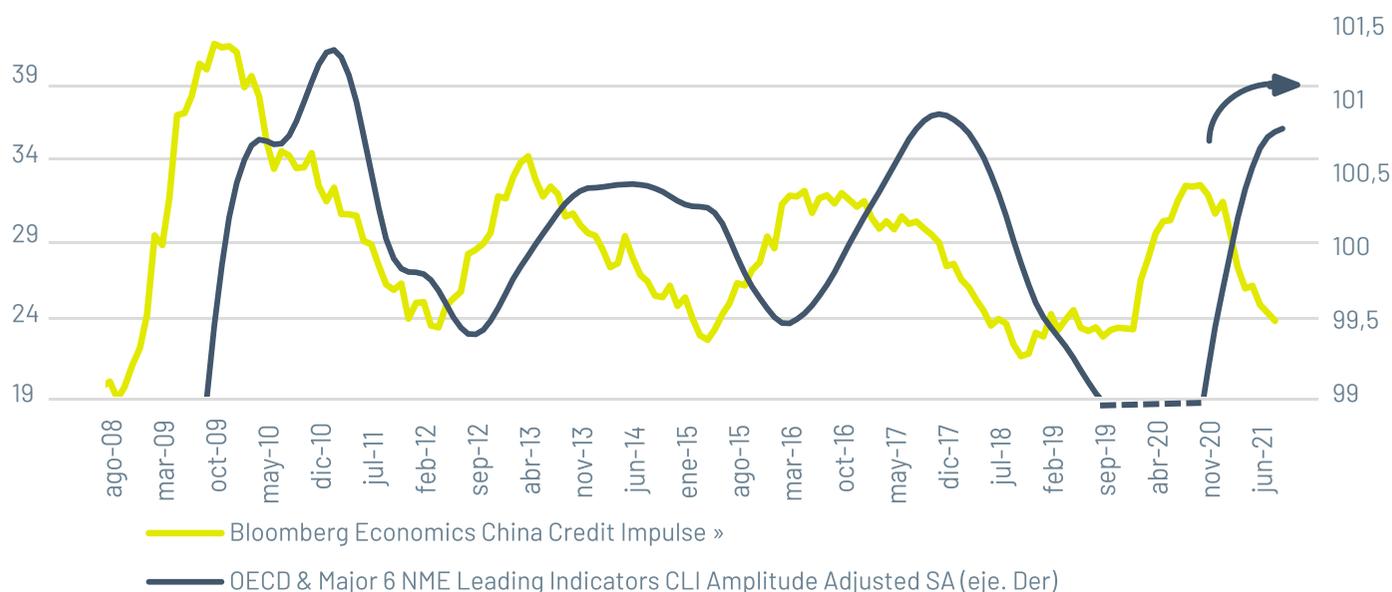
(desaceleración). Hasta ahora, los indicadores líderes sugieren que aún nos encontramos en terreno expansivo, pero la pérdida de dinamismo es palpable.

Para ello, es necesario observar un indicador llamado CLI, que es construido por la OCDE y que intenta predecir en unos seis a nueve meses la brecha entre el crecimiento mundial y su tendencia de largo plazo. Es decir, cuando el indicador crece, anticipa una ampliación de la brecha de producto. Por el contrario, cuando el indicador decrece indica una contracción de la brecha de producto. Como se puede apreciar en el gráfico, el indicador sigue mostrando una ampliación de la brecha en el horizonte antes mencionado, es decir, la economía aún se encuentra en una fase de expansión. Sin embargo, hay señales de que esto podría cambiar en el mediano plazo. En primer lugar, el mismo CLI muestra una pérdida de *momentum* sembrando las bases para que en los próximos meses se genere un punto de inflexión. En segundo lugar, en el gráfico aparece un segundo índice, el impulso del crédito chino: en los últimos años el peso del crecimiento global ha recaído, primordialmente en el crédito del gigante asiático. Nótese que, de mantenerse la relación entre su impulso y el ciclo económico, es de esperarse un entorno de debilidad en los próximos trimestres.



Ampliación de la brecha de producto comienza a perder impulso

Fuente: Bloomberg



Las autoridades se han mantenido fieles a su política y solo han inyectado liquidez al mercado de forma acotada y dirigida.

Si la presión sobre el sector inmobiliario se mantiene, difícilmente el crédito repuntará.

Si miramos debajo de la superficie, también encontramos señales de que un punto de inflexión podría estar cerca.

En este punto es importante destacar que, pese a lo descrito anteriormente, la nota aún no es para nada pesimista.

Ninguno de los riesgos de corto plazo es lo suficientemente material como para justificar un cambio radical en los portafolios.

Para que esto cambie, la desaceleración del crédito chino instigada por una política de desapalancamiento (en particular del sector inmobiliario, que representa cerca del 30% del PIB), tendría que revertirse. Sin embargo, las autoridades se han mantenido fieles a su política y solo han inyectado liquidez al mercado de forma acotada y dirigida, con el fin de evitar que los problemas de un sector se transformen en una crisis sistémica. Concretamente, si la presión sobre el sector inmobiliario se mantiene, difícilmente el crédito repuntará. Por ende, el ciclo global entraría a una nueva etapa, caracterizada por menores crecimientos y tasas más altas. Todo lo anterior, sumado a una FED excesivamente agresiva por temas inflacionarios, el fracaso de las negociaciones fiscales en EE. UU. o un nuevo recrudecimiento de la pandemia que empeore las ya afectadas cadenas de suministro global, constituyen los principales riesgos en el corto plazo.

Si miramos debajo de la superficie, también encontramos señales de que un punto de inflexión podría estar cerca.

Como mencionamos anteriormente, el CLI busca estimar la brecha de producto de una serie de economías, donde no todas se encuentran en la misma fase. Desde julio a la fecha, vemos que el número de miembros que forman parte del índice que han pasado a una fase de desaceleración ha aumentado. Incluso algunos pocos concentrados principalmente en Europa, según este indicador, han entrado en una fase de contracción. Lo anterior no significa que estén decreciendo o que atraviesen una recesión, sino que el crecimiento es menor a su tendencia de largo plazo.

En este punto es importante destacar que, pese a lo descrito anteriormente, la nota aún no es para nada pesimista: ninguno de los riesgos de corto plazo es lo suficientemente material como para justificar un cambio radical en los portafolios. Sin embargo, nos mantenemos alertas a cualquier desarrollo en estos frentes y, de ser necesario, realizaremos los ajustes correspondientes para enfrentar las nuevas circunstancias.



RESUMEN ECONÓMICO Y DE MERCADOS

DESEMPEÑO MERCADOS GLOBALES

Tras un mal desempeño durante el mes anterior, las acciones globales volvieron a presentar retornos positivos durante octubre. Si bien, parte de los riesgos que impactaron a los mercados en el mes pasado –menor *momentum* del crecimiento, desaceleración china, bancos centrales menos acomodativos, etc.– siguen presentes, los inversionistas han internalizado que el escenario sigue siendo favorable para las acciones, mientras que las tasas de interés enfrentan presiones al alza perjudicando a los bonos.

Dentro de mercados desarrollados la bolsa de mejor desempeño fue Estados Unidos. Los principales catalizadores fueron los positivos resultados corporativos de las empresas que han

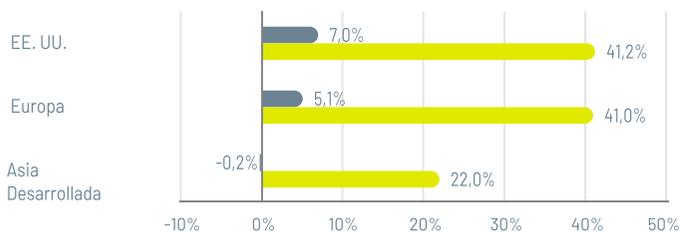
reportado hasta el momento: más de un 80% ha sorprendido positivamente a los analistas. Le sigue Europa, donde si bien el número de empresas que han sorprendido es menor (60%, aproximadamente), su sector financiero, de gran importancia en el índice, generó significativas utilidades. Entre las naciones avanzadas, Japón fue la excepción con un leve retroceso: el impulso generado por el avance de la vacunación y las expectativas de un estímulo fiscal por parte del nuevo primer ministro se desvanecieron en octubre. En emergentes también vimos retornos mixtos: por un lado, Europa Emergente se benefició de un nuevo avance del petróleo, mientras que en Asia Emergente el mercado internalizó menores probabilidades de que la situación de Evergrande se transforme en un evento sistémico. Finalmente, las preocupaciones por la estabilidad del gasto en Brasil fueron un nuevo lastre para la región latinoamericana.

En renta fija, la deuda emergente en moneda local presentó el mayor retroceso, afectada por la depreciación de las monedas emergentes. Le siguen los Bonos del Tesoro, que han enfrentado presiones inflacionarias ante una FED menos acomodativa de lo anticipado y una inflación más persistente. High Yield también presentó un desempeño negativo, donde la compresión del *spread* no logró compensar el alza de la tasa base. Finalmente, tanto Investment Grade, como la Deuda Emergente en Moneda Dura cerraron el mes con un desempeño positivo.

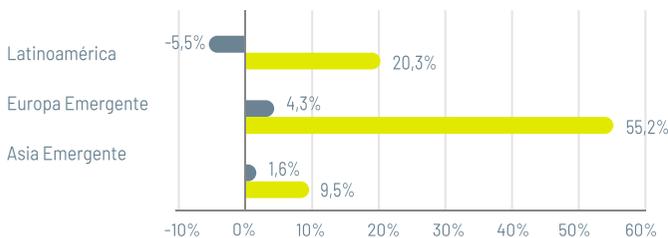
RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

● MES ● 12 MESES

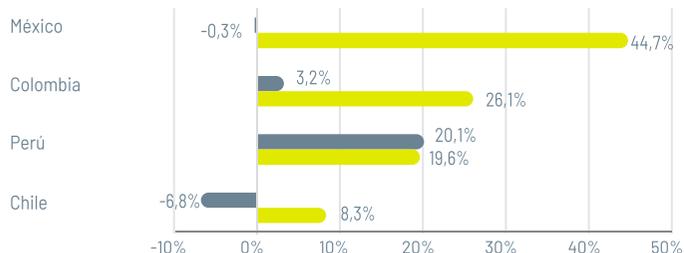
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



MERCADOS LOCALES



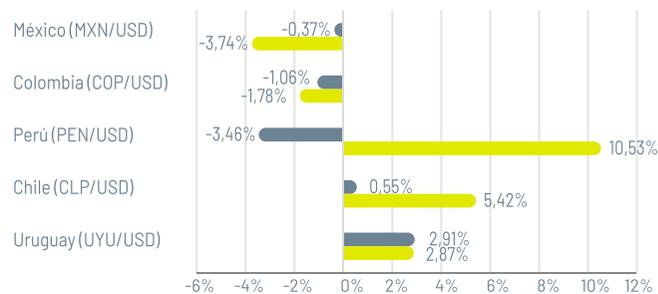
RETORNOS RENTA FIJA

● MES ● 12 MESES

MERCADO INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



MÉXICO

MERCADOS LOCALES

MÉXICO: en octubre, el presidente López Obrador envió a la cámara de Diputados una iniciativa de reforma eléctrica, que busca garantizar el suministro de energía a “precios justos”. En esencia se pretende fortalecer a la Comisión Federal de Electricidad que, según el mandatario se vio afectada por la reforma hecha en el sexenio pasado. Con esto, la paraestatal recuperaría el control del mercado energético en un 54%, y el restante 46% se otorgaría a particulares. Si bien la iniciativa tiene pocas probabilidades de avanzar pues se necesitan dos terceras partes de la cámara a favor para ser aprobada, una de las preocupaciones emana de la posible renegociación o cancelación de contratos que en su momento la CFE contrajo con privados, ahuyentando la inversión privada.

PERÚ: tras la solicitud de renuncia de Pedro Castillo a su primer ministro, Guido Bellido, uno de los miembros más controversiales del gabinete y lo que implicó que todos los ministros debieran poner su cargo a disposición, algunos de los cuales fueron ratificados, se aprobó el voto de confianza al nuevo gabinete durante los primeros días de noviembre. Lo anterior es una señal positiva de gobernabilidad, ya que estaba en duda la aprobación del voto de confianza dado que el partido de Castillo, Perú Libre, se molestó con la solicitud de renuncia al antiguo gabinete. Hacia adelante, será necesario conocer las posturas de los nuevos ministros sobre temas clave como la reforma constitucional y expropiaciones. Nuevas tensiones entre el Poder Ejecutivo y el Legislativo no pueden descartarse.

COLOMBIA: recientemente, la Superintendencia Financiera de Colombia autorizó a Ecopetrol a realizar oferta pública de acciones ordinarias en el mercado local e internacional. Resaltamos las principales características: 1) cupo global de 4.364 millones de acciones; 2) el Gobierno mantendría una participación no menor al 80% del capital suscrito y en circulación; 3) la emisión de acciones se destinará para el público en general; 4) esta autorización no crea ningún compromiso a la compañía para realizar la oferta de acciones; y 5) la compañía tendrá un plazo de 5 años renovables para lanzar la primera emisión. El presidente de Ecopetrol comentó que la emisión dependerá que las condiciones de mercado sean favorables. Es importante resaltar que la transacción para la compra del 51,4% de ISA se realizó con un préstamo.

CHILE: durante septiembre la economía chilena volvió a sorprender a los analistas con una expansión de 15,6% con respecto al mismo mes del año anterior, versus el 12,3% esperado. La principal contribución provino del sector de servicios, que se ha visto influenciado por los retiros de fondos previsionales, transferencias directas del Estado y la reapertura. La serie desestacionalizada con respecto al mes anterior presentó un avance de 1,7%. A nivel político, el país sigue enfrentando un escenario de alta tensión: por un lado, siguen las discusiones para aprobar un cuarto retiro de fondos previsionales, el cual ha sido transversalmente rechazado por académicos y economistas, y ha encontrado un trámite más difícil en el Senado tras su aprobación en la Cámara Baja. Por otro lado, la oposición impulsa una acusación constitucional en contra del presidente tras la filtración de los denominados *Panama Papers*, donde el mandatario está involucrado. Finalmente, el 21 de este mes se llevará a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales en un ambiente altamente polarizado, donde los favoritos a pasar a segunda vuelta son los candidatos más extremos de izquierda y derecha.

URUGUAY: Uruguay trabaja en su estrategia de diversificación de fuentes y monedas de financiamiento donde busca lanzar, por un lado, una emisión en yenes y, por otro lado, su propio bono verde. A diferencia de otros bonos verdes soberanos, esto le permitiría pedir dinero prestado para gastos generales en lugar de destinar los fondos a programas ambientales específicos. En otro orden, si bien comenzó la reapertura de fronteras, Uruguay se encuentra en un desequilibrio de competitividad en relación con sus países vecinos, donde Brasil y Argentina se encuentran con un escenario político y económico complicado. En este sentido, Uruguay es visto como un país caro a la hora de viajar y, por tanto, está en duda el nivel de turismo que pueda llegar a recibir el país durante la siguiente temporada de verano.

COLOMBIA

PERÚ

CHILE

URUGUAY



EE. UU.

En Estados Unidos mantenemos una sobreponderación, como ha sido la tónica en meses anteriores. Nuevamente la Reserva Federal fue el principal foco de atención del mercado. Tal como se esperaba, en su reunión a comienzos de noviembre, el Banco Central anunció su proceso de reducción de compras de bonos, el cual comenzará este mismo mes con una reducción de USD 15 mil millones distribuidos en USD 10 mil millones en bonos del tesoro y USD 5 mil millones en activos respaldados por hipotecas. La reducción anunciada es para los meses de noviembre y diciembre. Sin embargo, dado que la expectativa de la FED es terminar el proceso a mediados del próximo año, se espera que el ritmo de reducción se mantenga. De todas formas, dependerá de la evolución de la economía en general y el mercado laboral y la inflación en particular. Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, reconoció que uno de los principales riesgos que enfrenta la economía norteamericana es la inflación. Sin embargo, reafirmó que, pese a que está siendo más persistente de lo anticipado, será transitoria y cuentan con todas las herramientas necesarias para hacer frente a un desanclaje de las expectativas, en caso de que sea necesario. Finalmente, Powell, insistió que el proceso de *tapering* no es una hoja de ruta para el comienzo de un ciclo de alza de tasas. El mercado reaccionó de forma positiva a los anuncios.

En cuanto a la actividad en el gigante norteamericano, vemos una recuperación de la misma, especialmente enfocada hacia los servicios, tras el retroceso de la ola generada por la variante delta en el país. Si bien las restricciones impuestas por las autoridades fueron leves, lo que podría dar luces de cómo se comportará en caso de nuevos brotes, sí se percibió un impacto

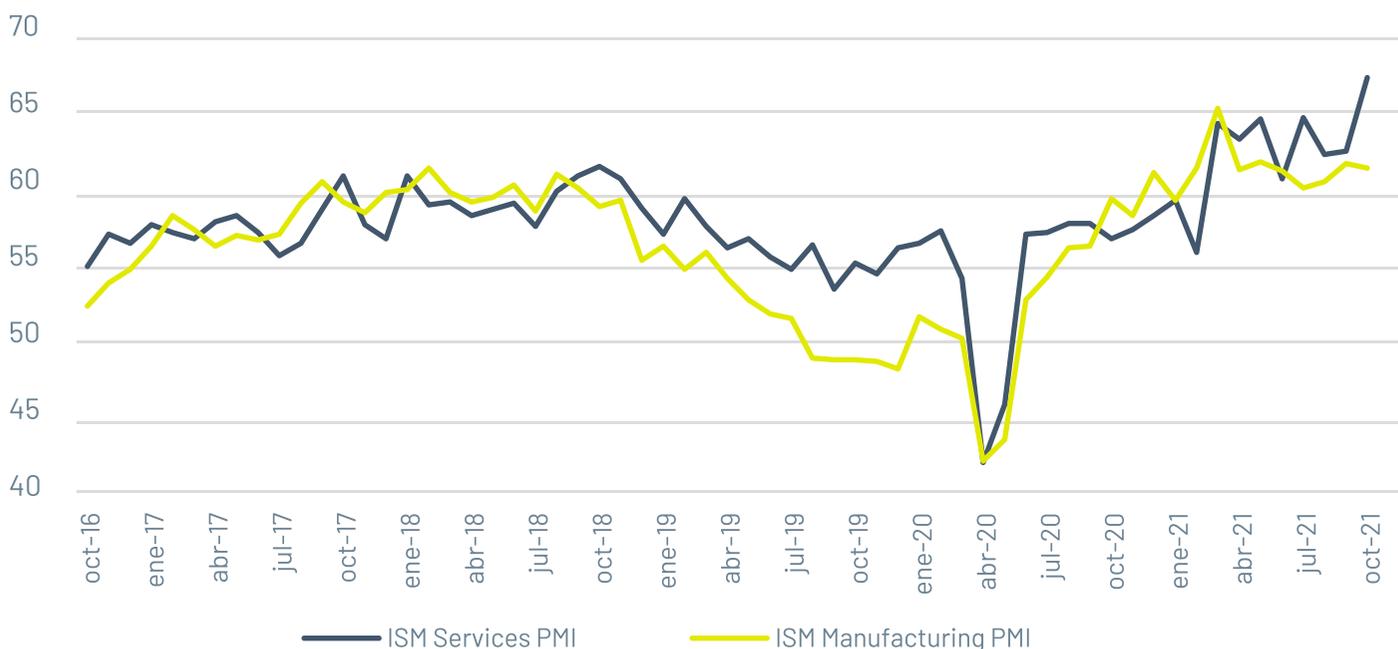
en los indicadores de actividad durante lo más fuerte de la ola. Sin embargo, el último PMI de servicios del ISM sorprendió a los analistas con una lectura de 66,7 versus el 62 esperado. Por su parte, el indicador de manufactura también sorprendió al alza, pero en una magnitud considerablemente menor con una lectura de 60,8 versus el 60,5 esperado. Esto podría ser una de las primeras señales de la rotación de bienes a servicios que se viene anticipando hace algún tiempo, además de comenzar lo que junto a importantes excesos de ahorros de las personas – generados durante la pandemia– daría soporte a los resultados corporativos. El mayor optimismo de los consumidores también es recogido por una incipiente mejora en los indicadores de confianza.

En el plano corporativo, las compañías están reportando importantes utilidades sorprendiendo al mercado. De las empresas reportadas hasta el momento, más del 80% han superado las expectativas. Sin embargo, las expectativas para utilidades futuras han detenido su avance en medio de revisiones a la baja del crecimiento para este y el próximo año.

“En cuanto a la actividad en el gigante norteamericano, vemos una recuperación de la misma, especialmente enfocada hacia los servicios, tras el retroceso de la ola generada por la variante delta en el país”.

Comienza a manifestarse una rotación de bienes a servicios

Fuente: Bloomberg





EUROPA

“En Eurozona, pasamos de sobreponderar a un neutral”.

En la Eurozona pasamos de un sobreponderar a un neutral. Si bien la región tiene características positivas, como lo son la preponderancia de sectores *value* en sus índices, los cuales se ven beneficiados del contexto económico actual –crecimiento sobre la tendencia y tasas de interés al alza–, apoyo monetario y fiscal, por parte del Banco Central Europeo y el Fondo de Recuperación Europeo, respectivamente, vemos una falta de catalizadores positivos y una serie de riesgos que podrían impactar a las cotizaciones de sus activos, los cuales acumulan un positivo desempeño en lo que va del año y que han llevado sus valorizaciones a niveles altos con respecto a su historia. El principal riesgo que enfrenta la región es la situación energética y su impacto sobre la inflación. Si bien el precio del gas natural ya ha presentado un retroceso con respecto a los máximos alcanzados, sigue en un nivel muy alto y estará sujeto a qué tan duro pueda ser el invierno que se aproxima, donde las estimaciones indican una temporada más fría de lo normal. 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. Otro riesgo que enfrenta la región es la situación sanitaria: pese a las altas tasas de vacunación, algunos países de la comunidad han vuelto a ver una importante alza en los contagios, lo que hasta el momento no se ha traducido en un incremento considerable de los fallecimientos ni las restricciones. Finalmente, China es un importante socio comercial de la región, por lo que la Eurozona se ve impactada

por la desaceleración de la economía asiática en general y la contracción del crédito chino en particular.

En Reino Unido mantenemos una posición neutral, en línea con nuestros modelos cuantitativos. Por un lado, la comunidad presenta valorizaciones atractivas, las expectativas de utilidad continúan al alza y el índice tiene una sobreponderación de sectores cíclicos que se benefician del contexto económico actual. Por otro lado, el Brexit retoma la agenda en la medida 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 adoptamos una posición neutral. Si bien el rezago que el país nipón trae con respecto a sus pares desarrollados representa una oportunidad en la medida en que la economía siga en la senda de la recuperación y que la inflación, a diferencia del resto del mundo, podría ser positiva para el país por su constante riesgo deflacionario, consideramos que las expectativas de un mayor dinamismo económico de la mano de una mayor tasa de vacunación y un estímulo fiscal por parte del nuevo primer ministro ya estaría internalizado en los precios, por lo que los riesgos serían mayoritariamente a la baja, limitando el potencial de sus activos de riesgo. Adicionalmente, el sector exportador, si bien sigue positivo, está experimentando una importante desaceleración de la mano de un menor dinamismo en China, lo que podría impactar al índice dada su naturaleza cíclica. 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 emergentes adoptamos un posicionamiento neutral. Si bien nuestra visión cualitativa es, en general, poco constructiva, nuestros modelos cuantitativos han comenzado a favorecer a mercados emergentes por sobre desarrollados, por lo que, en el neto, quedamos con un neutral. La aparición de algún catalizador positivo en alguna de las regiones emergentes podría generar un cambio en nuestro posicionamiento en el futuro. En China, nuestra visión cualitativa se sustenta en la desaceleración que atraviesa la economía, la cual está siendo generada, en parte, por el Gobierno central, que busca desapalancar a sectores clave. Si bien el caso de Evergrande muy probablemente no se tratará de un evento sistémico, sí tendrá un impacto en la actividad del sector inmobiliario, el cual representa aproximadamente un 30% de la economía. Por otro lado, existe un riesgo permanente de nuevas regulaciones que permitan al partido comunista alcanzar sus objetivos de prosperidad común y control del poder que tienen algunos gigantes de internet sobre la población. La última medida anunciada es un eventual impuesto a las propiedades. Finalmente, el país atraviesa una crisis energética que está provocando escasez del recurso, lo que impacta a la producción. Hasta el momento, el Gobierno ha entregado apoyos acotados y dirigidos a la economía, lo que no ha hecho cambiar el rumbo de la misma.

También nos cerramos en Latinoamérica, donde las valorizaciones han alcanzado niveles muy atractivos. Sin embargo, desde el punto de vista cualitativo, el mercado ha reaccionado a potenciales aumentos del gasto asociados a pagos por demandas perdidas por el Estado y extensiones de

los programas sociales. Dichas partidas no estarían entrando en el techo del gasto, por lo que Ejecutivo y Legislativo negocian soluciones que generan nerviosismo entre los inversionistas dado el alto nivel de endeudamiento del gigante latinoamericano.

En Europa Emergente, si bien Rusia se beneficia del gran avance del precio del petróleo, que tiene una importante participación en el índice, las expectativas de utilidad siguen con tendencia al alza y los modelos cuantitativos entregan señales positivas, mantenemos la cautela ante un permanente riesgo geopolítico dadas las tensiones con Estados Unidos y Europa y 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.

“Si bien nuestra visión cualitativa es, en general, poco constructiva, nuestros modelos cuantitativos han comenzado a favorecer a mercados emergentes”.

Preocupaciones por el gasto vuelven a impactar a Brasil

Fuente: Bloomberg



ESTRATEGIA DE INVERSIONES

¿MÁS ACCIONES, MÁS RENTA FIJA O MÁS ORO?

En línea con nuestros modelos cuantitativos, que entregan una marcada preferencia por mercados accionarios, mantenemos una visión positiva por renta variable. Sin embargo, disminuimos la convicción pasando de un doble sobreponderar a un sobreponderar. Si bien el contexto macroeconómico sigue siendo positivo para los activos de riesgo –el ciclo económico sigue en una fase expansiva, lo que históricamente ha favorecido a acciones por sobre bonos– hay una falta de catalizadores que nos llevan a tomar posiciones en algunas regiones. En ese contexto, estamos atentos a desarrollos que nos lleven a adoptar nuevamente una preferencia más marcada en renta variable. Utilizamos la renta fija como financiador, pasando de un doble subponderar a un subponderar. Lo anterior implica que mantenemos una visión poco constructiva para la clase de activo, donde las tasas de interés enfrentan presiones al alza provenientes de un ciclo económico que se mantiene en fase expansiva, expectativas de que la inflación sería más persistente de lo anticipado y bancos centrales con un sesgo más restrictivo asociado al avance de los precios y a la recuperación del mercado laboral. 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, por lo que se vería expuesto a una economía más saludable y una normalización monetaria.

Expectativas de utilidad mantienen la tendencia al alza, en línea con un crecimiento económico positivo

Fuente: Bloomberg



¿MÁS EMERGENTES O DESARROLLADOS?

Si bien mantenemos una preferencia por mercados desarrollados, hemos disminuido la convicción pasando de un doble sobreponderar a un sobreponderar, mientras que en emergentes pasamos de un subponderar a un neutral. Por un lado, las naciones más avanzadas cuentan con mayores herramientas para hacer frente a la crisis, tanto desde el frente sanitario como desde el fiscal y monetario. Por otro lado, nuestros modelos cuantitativos han comenzado a mostrar una marcada preferencia por mercados emergentes, lo cual se relaciona con valorizaciones atractivas en un contexto de altas utilidades. Nuestra visión cualitativa de emergentes es más negativa, por ello la neutralidad. Dentro de desarrollados nuestra preferencia es Estados Unidos debido a que ha mostrado una mejora en sus indicadores de actividad tras el retroceso de la ola generada por la variante delta, lo que estaría generando la materialización de la tesis de rotación desde bienes a servicios. Adicionalmente, 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.

Emergentes presentan valorizaciones atractivas

Fuente: Bloomberg



RENTA FIJA INTERNACIONAL

Dentro de renta fija internacional, adoptamos una visión menos negativa en Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Si bien mantenemos un posicionamiento poco constructivo en el activo debido a las presiones al alza que enfrentan las tasas de interés de mercado –crecimiento económico, inflación más persistente y bancos centrales más restrictivos–, realizamos una toma parcial de utilidades ante las importantes subidas en tasas que hemos visto durante el último tiempo y utilizamos al activo como financiador para los movimientos realizados en renta variable. Adicionalmente, contamos con un sobreponderar en papeles High Yield debido a que, al ser una categoría de mayor riesgo, tiene una mayor capacidad de absorber alzas en la tasa base a través de la compresión del *spread* y se ve beneficiado del mayor dinamismo económico. En el resto de las categorías –Investment Grade, Deuda Emergente en Moneda Dura y Deuda Emergente en Moneda Local– mantenemos un posicionamiento neutral.

Spreads no presentan grandes variaciones durante octubre

Fuente: Bloomberg



COMMODITIES

Durante el mes de octubre las materias primas continuaron con la tendencia alcista que han experimentado durante la mayoría de este 2021. Por un lado, el cobre avanzó un 6,8% tras el golpe que sufrió el mes pasado a causa de la desaceleración de la economía china en general y el mercado inmobiliario del gigante asiático en particular. Por otro lado, el petróleo avanzó más de un 10%: el crudo se sigue viendo beneficiado por la crisis energética que atraviesan Europa y China, pese a que sus sustitutos –gas y carbón– presentaron una moderación en sus precios. Hacia adelante, adoptamos una visión negativa para el metal rojo: esto se fundamenta en la desaceleración de la economía china, donde los estímulos que está aplicando el Gobierno son acotados y dirigidos e incluso ante un estímulo mayor, este tendría un rezago de 6 a 9 meses en la actividad. Adicionalmente, el Gobierno ha levantado restricción al mercado del *scrap* (chatarra) y los altos costos de transporte estarían impactando a la demanda del metal. Con respecto al crudo, mantenemos un posicionamiento neutral: si bien el escenario energético es favorable para el petróleo, la OPEP podría incrementar la producción poniendo un techo al precio mientras que China podría liberar inventarios para evitar que el alto costo del combustible afecte a su economía.

Cobre y petróleo se apreciaron en octubre

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: 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.





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?

Si bien durante el último bimestre se ha observado apreciación del dólar frente a la canasta de otras monedas duras, las menores expectativas de crecimiento económico para EE. UU. podrían resultar en un movimiento de lateralidad en la moneda americana en el corto plazo. Este escenario irá evolucionando al paso del tiempo y de los pronunciamientos que la FED, ante presiones inflacionarias, pueda hacer sobre posibles ajustes en su política monetaria. En comparación con la moneda local, se pronostica que haya cierta depreciación en el peso mexicano de cara al cierre de año que, según analistas se ubicaría en una paridad cercana al 20,40 MXN/USD, lo que representaría una depreciación de aproximadamente 2,5% en 2021.

INFLACIÓN

En el mes de octubre se reportó una inflación de 0,84% respecto al mes anterior, que en términos anuales representa 6,24%. Si bien el factor subyacente continua con la dinámica alcista registrada en el año y tuvo un incremento mensual de 0,49%, el componente no subyacente y más volátil, nuevamente es el que presionó en gran medida al índice general al incrementarse 1,87%. Dentro del primer rubro, los precios de mercancías se incrementaron 0,60% y 0,38% respectivamente; sin embargo, respecto al segundo, los precios de productos agropecuarios y los energéticos lo hicieron en 0,18% y 3,22%. Con lo anterior, especialistas encuestados por Banxico pronostican que el nivel general de precios será de 6,63% a cierre de año.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Dado que aún se esperan movimientos al alza en los niveles actuales de las curvas, se opta por un posicionamiento ligeramente de subponderación en términos de duración. Respecto a la curva, se pasa de una expectativa de empinamiento a la neutralidad. Por otro lado, los instrumentos corporativos continúan siendo la mayor preferencia dentro de los activos de renta fija gracias al atractivo de las sobretasas que ofrecen frente a papeles gubernamentales. Por otro lado, actualmente se tiene una visión más constructiva en las tasas reales o ligados a la inflación en comparación con las nominales. Finalmente, entre tasas locales en dólares y bonos del tesoro, el posicionamiento sigue siendo de neutralidad dada la alta correlación observada entre ambos.

TASAS DE INTERÉS

La creciente inflación a nivel global mantiene presión sobre los bancos centrales de 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, luego de observarse una dinámica alcista en los bonos norteamericanos en octubre, la curva local de bonos nominales subió en promedio 49 puntos base entre sus nodos cortos. Esto, a su vez, comienza a poner en precio mayores ajustes por parte de Banxico para sus últimas dos reuniones del año. Por otro lado, y siendo más defensiva, la curva de instrumentos ligados a inflación reportó descensos en sus nodos más cortos y largos, a la vez que la parte media de la curva se incrementó.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación en 6%, el consenso del mercado ha venido poniendo en precio al menos dos incrementos en su tasa de política monetaria, de 25 puntos base cada uno, por parte de Banxico en lo que resta del año. Estas alzas también estarían justificadas ante los incrementos que ya han realizado otros bancos centrales de economías emergentes ya sea, ante fuertes presiones inflacionarias o con el objetivo de prevenir un sobrecalentamiento ante mejores expectativas de crecimiento económico. En este contexto, se pronostica que Banxico llevará su tasa a 5.25% a cierre de 2021.





¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante octubre, con la designación de un gabinete ministerial menos radical por parte del Gobierno de Castillo, el mercado peruano continuó con su tendencia alcista. El SPBVL25 de la Bolsa de Valores de Lima avanzó un 20%. Las acciones mineras subieron 12,2% en el mes, con Buenaventura y Southern Copper apreciándose 16,6% y 6,9%, respectivamente. Construcción subió 19,8%, con Aenza, Unacem y Ferreycorp apreciándose 12,1%, 21,5% y 22,2%. El sector consumo rindió en 17,5%, con Inretail y Alicorp subiendo 10,8% y 28,7%, respectivamente. Utilities se apreció 14,6%. Los papeles financieros subieron 17,5%.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

Hubo un incremento en la tenencia de bonos soberanos por parte de los inversionistas extranjeros, su posición se incrementó en 1,86%, alcanzando un total de 50,02%. El *spread* entre el soberano en soles y el *treasury* de diez años ha disminuido, encontrándose en niveles de principios de pos-elecciones. Nos posicionamos neutrales en duración, ya que los aumentos de tasas por parte del BCRP ya han sido reflejados en su mayoría por el mercado. En cuanto a la curva, esperamos que se mantenga en los niveles actuales.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante octubre, el tipo de cambio se apreció considerablemente en Perú, rompiendo la tónica de lo que había sido en meses anteriores. Esto se explica en parte por los intentos de la Administración de Castillo de ofrecer mayor gobernabilidad al país. De todas formas, la cotización del dólar provenía de un nivel muy alto y, por el momento, no supone un cambio de tendencia en el valor de la moneda.

TASAS DE INTERÉS

La curva soberana disminuyó en promedio 47 puntos básicos en octubre entre bonos con vencimiento 2026 y 2055. El *spread* del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. a diez años es de 427 bps, con 111 bps por encima del promedio de los últimos dos años.

INFLACIÓN

Durante octubre, el Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana experimentó una variación de 0,58%, sobre las expectativas de los analistas que se situaban en 0,24%. Con esto, el indicador acumula una variación positiva de 5,8% en doce meses, muy por encima del objetivo del banco central. Dentro de las categorías que más aportaron encontramos Alquiler de vivienda, combustibles y electricidad (+1,65%); Transportes y comunicaciones (0,93%) y Alimentos y bebidas (0,53%). La inflación sin considerar alimentos ni energía se ubicó en 2,8% interanual, mientras que las expectativas de doce meses se aceleraron al 3,64%.

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. Así, 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 octubre, la bolsa local experimentó un retroceso de un 6,6% medido en dólares. Al igual que el mes anterior, el desempeño del IPSA fue muy negativo. Pese a que la economía local está experimentando una importante expansión, que gran parte de la población objetivo cuenta con sus dos dosis y ya se está aplicando una dosis de refuerzo, los inversionistas siguen abandonando los activos locales en medio de un incierto escenario político. Dentro de los sectores de peor desempeño encontramos a IT, Retail y Utilities. Hacia adelante, el desempeño de la bolsa local estará ligado a la aprobación o rechazo del cuarto retiro de los fondos previsionales y al resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales y parlamentarias que se llevarán a cabo durante este mes.

¿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, nos enfrentamos a un escenario político de alta incertidumbre asociado a la tramitación de un nuevo retiro de fondos previsionales en el Senado y a las elecciones presidenciales y legislativas en un contexto de alta polarización. 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?

Durante octubre, el tipo de cambio se depreció nuevamente, con el dólar avanzando un 0,55%. Si bien es el sexto mes consecutivo donde el peso presenta un retroceso frente al dólar, este fue el de menor magnitud. Esto se fundamenta en el importante avance del precio del cobre de casi 7%, en la dificultad que ha enfrentado el cuarto retiro de fondos previsionales en su trámite en el Senado y el leve retroceso del dólar a nivel global. Hacia adelante la cotización de la divisa se verá influenciada por el resultado de las elecciones presidenciales y legislativas y al trámite del retiro en el Senado.

TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de octubre vimos en promedio un alza en las tasas de interés, las cuales sufrieron una subida muy brusca de cerca de 80-90 puntos base la primera quincena para luego devolver en promedio 30-40 puntos base la segunda mitad del mes, generando finalmente alzas en todos los plazos de la curva tanto en pesos como en UF. Lo anterior, producto de la importante volatilidad del mercado local en medio de un panorama de incertidumbre política con la votación del cuarto retiro y las elecciones parlamentarias y presidenciales, junto con la continua salida de flujos tanto de los fondos mutuos de renta fija como del fondo E de las AFP.

INFLACIÓN

El Instituto Nacional de Estadísticas informó que en octubre los precios presentaron una variación de 1,3%, nuevamente muy por sobre las expectativas del mercado que se situaban en 0,9%. Con esto, la inflación acumula un 5,8% en lo que va del año y 6% en doce meses, nivel no visto desde el año 2009. Siete de las doce divisiones que componen el indicador presentaron incidencias positivas. Lo anterior le pone más presión al Banco Central a llevar su tasa de política monetaria más allá del nivel neutral. La economía se está sobrecalentando en un contexto histórico de liquidez asociada a los retiros de fondos previsionales e Ingreso Familiar de Emergencia. En su último IPoM el ente emisor proyectó una inflación de 5,7% para 2021. Sin embargo, es probable que eleve las proyecciones en el próximo informe.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria en el mes de octubre, el consejo subió la tasa de política monetaria 125 pb, a un 1,75%, y se espera suba nuevamente en la reunión de fin de año de diciembre, llegando a cerca de 3,75% a cierre de 2021. Sobre la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su IPoM de septiembre que la situación actual dejaría la inflación para cierre de 2021 en 5,7% y para 2022 3,5%, lo cual esperamos corrija al alza en el IPoM del mes siguiente. Finalmente, las estimaciones de crecimiento para 2021 que estaban entre 10,5% a 11,5%, se acercarían al extremo alto del rango dado los últimos IMACEC al alza.





COLOMBIA

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En octubre, el COLCAP presentó una rentabilidad positiva de 3,2%, impulsada por las mejores expectativas de crecimiento. En lo corrido del año, la bolsa en moneda local acumula una rentabilidad negativa de 3.1%. Adicionalmente, inició la temporada de publicación de resultados corporativos para el 3T21. Hasta el momento, los informes han sido positivos. Esperamos que se mantenga esta tonalidad para el resto de las compañías de la bolsa. Lo anterior, junto con una menor incertidumbre tras la aprobación de la reforma tributaria, la mayor dinamización de la economía y el comportamiento del petróleo nos lleva a mantener una posición constructiva en el mercado.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global (DXY) presentó una caída de 0,11%, explicado por un crecimiento económico trimestral menor a lo esperado por los analistas para Estados Unidos, datos de creación de empleo por debajo de lo esperado y un incremento significativo en la cotización del petróleo en lo corrido del mes. Lo anterior junto con el ciclo contractivo de política monetaria por parte del Banrep, impulsó a una apreciación del peso colombiano de 1,06% en el mes. Esperamos cierta lateralidad en la moneda en la medida que factores como anuncios de la FED sobre inicio de *tapering*, el movimiento del precio del petróleo y las decisiones de política monetaria por parte del Banrep sigan generando volatilidad en el mercado.

INFLACIÓN

En octubre, la inflación presentó una variación mensual de 0,01%, por debajo de las expectativas del mercado que esperaban un incremento de 0,22%. Continuamos viendo presiones por la reapertura de la economía. Los rubros como Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,15%) y Alojamiento, agua, electricidad y gas (0,09%) fueron los mayores contribuidores en el mes, explicado por choques de oferta y mayores precios de los energéticos. Por otro lado, Prendas de vestir y calzado (-0,12%), e Información y comunicación (-0,26%) presentaron contribuciones negativas dado el día sin IVA junto con descuentos en planes de telefonía móvil.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

El ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó una colocación de bonos globales en los mercados internacionales, con vencimiento en 2049 y un monto total de USD 1.000 millones. Dichos recursos se destinarán a financiar las necesidades presupuestales de la vigencia 2021 y el pre-financiamiento de la vigencia 2022.

TASAS DE INTERÉS

En octubre, la curva local colombiana presentó un incremento en todos los nodos. En línea con las expectativas sobre la continuidad del ciclo contractivo de política monetaria por parte de BanRep, la cual inició en septiembre, mejores expectativas de crecimiento para el país y un aumento en las tasas del tesoro americano. En adelante, esperamos que el ciclo contractivo por parte del Banco Central continúe presionando los nodos de corto plazo al alza. Por otro lado, el Ministerio de Hacienda realizó el quinto canje de deuda pública en el año por 1.5 billones de COP, mejorando el perfil de vencimientos y extendiendo la vida promedio del portafolio.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En octubre, el Banco Central incrementó la tasa de referencia en 50 puntos básicos a 2,5%. Dicha decisión no fue unánime, dos de los siete miembros optaron por un incremento de 25 puntos básicos, mismo nivel que esperaba el mercado. La mejora en la actividad económica, el incremento en las expectativas de inflación por parte del equipo técnico del Banco y la evolución positiva del mercado laboral, fueron los principales argumentos detrás de la decisión. Esperamos la continuidad del ciclo contractivo en las próximas reuniones.





URUGUAY

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El Índice Líder de CERES (ILC), un indicador adelantado que procura entregar señales sobre la evolución de actividad económica general, aumentó 0,3% en octubre y acumula siete meses seguidos de avance, confirmando la continuidad de la expansión del producto que comenzó en abril cuando se llegó al peor momento de la crisis sanitaria. Si bien algunos sectores de actividad en el margen muestran algo de moderación, las expectativas de consumidores y principalmente de empresarios han mejorado de forma significativa según una encuesta reciente, teniendo su correlato en una expansión del crédito y el nivel de empleo, donde la cantidad de personas ocupadas superó el nivel que tenía previo al surgimiento del COVID-19 en Uruguay en febrero de 2020.

¿DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL?

En octubre las condiciones financieras globales tendieron a endurecerse para la renta fija como consecuencia de una mayor percepción entre los agentes de que la inflación podría no ser tan transitoria como se preveía. Los activos de renta fija de tasa nominal fueron en general los más afectados por este cambio en las expectativas, que tendieron a recoger la necesidad de subas en los tipos de interés de forma más anticipada. En línea con este escenario global, las tasas nominales locales fueron las que más se vieron impactadas, donde el ritmo de la política monetaria del BCU quedó rezagado en un escenario global más desafiante para la inflación. Para el mes en curso esperamos una señal de mayor firmeza de parte de la autoridad monetaria, posicionándonos para un aplanamiento de la curva.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar continuó su racha alcista en octubre, aumentando 2,9%, volviendo a operar en los niveles previos al comienzo del ciclo de suba de tasas del Banco Central del Uruguay. A nivel global la divisa norteamericana perdió algo de terreno frente a las principales monedas, sin embargo, el movimiento local estuvo principalmente explicado por los acontecimientos en Brasil, donde el real se depreció fuertemente ante nuevos desarrollos en el plano político que debilitaron la confianza de los inversores, que en conjunción con un ritmo más lento de normalización monetaria de parte del BCU facilitaron el avance. El sorpresivo dato de inflación del mes de octubre impondrá presiones hacia un debilitamiento del dólar en la medida que se espera una respuesta acorde desde el BCU.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre +46 y 11 puntos base durante el mes de octubre, observándose aumentos significativos a lo largo de toda la curva. Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron aumentos en los plazos cortos y en los más largos, mientras que se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles en los plazos de cinco a diez años. Las tasas de interés en dólares estadounidenses del Gobierno de Uruguay presentaron un aumento en los tramos más largos. Por último, los bonos del tesoro de los EE. UU. mostraron aumentos significativos en el tramo de uno a diez años. En este sentido, el spread disminuyó en los plazos cortos hasta siete años.

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor aumentó 1,04% durante octubre, explicado principalmente por el aumento en el precio de Alimentos y Bebidas No alcohólicas (+0,49%) -donde destacamos aumentos en los precios de las carnes, el tomate y el morrón-, Prendas de Vestir y Calzado (+0,11%) y Transporte (+0,24%). Este registro se ubicó significativamente por encima de las expectativas relevadas por la encuesta del Banco Central del Uruguay (0,48%) y la variación de los últimos doce meses aumentó de 7,4% a 7,89%, alejándose más del centro del rango meta (entre 3% y 7%). Si bien la inflación de este mes sorprendió al alza, de alguna manera se podría esperar una reversión, ya que los precios de frutas y verduras acumulaban una variación interanual de -13,4% al mes de septiembre.

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