

6 8 3 5 0 3 1 5 4  
4 0 1 8 3 6 9 7 1  
2 4 6 6 3 6 1 6 7  
5 1 7 4 8 3 7 0 3  
5 4 7 0 6 0 2 5 1  
9 4 4 6 3 2 4 4 4  
7 1 3 7 8 0 0 0 7  
9 6 3 5 9 3 8 5 2  
6 0 8 9 2 1 6 8 3  
4 0 5 8 6 0 1 2 4  
8 3 4 7 5 1 3 3 0  
8 1 0 0 8 9 7 7 4  
4 0 2 3 5 6 1 8 8  
0 3 5 0 1 9 1 8 5

9 0 7 2 4 5 6 4 8  
3 6 9 6 9 5 6 0 2  
3 5 7 9 9 7 2 9 7

6.17

8.42

Enero 2022

1.28

# One House View

Mantenemos la preferencia por renta variable para el primer mes del 2022

## Contenido

### SECCIONES

1 | Resumen de la estrategia [ir](#)

2 | Estrategia de inversiones [ir](#)

3 | Editorial [ir](#)

4 | Latinoamérica [ir](#)

5 | Análisis por países

México [ir](#)

Perú [ir](#)

Chile [ir](#)

Colombia [ir](#)

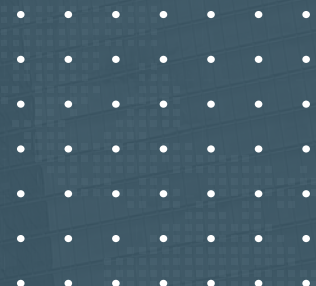
Uruguay [ir](#)

2 6 5 2 5  
7 7 7 5 4  
7 7 9 2 3  
7 7 7 7 1  
6 7 5 7 0  
6 8 2 9 4



Síguenos en LinkedIn 

y entérate de nuestras novedades



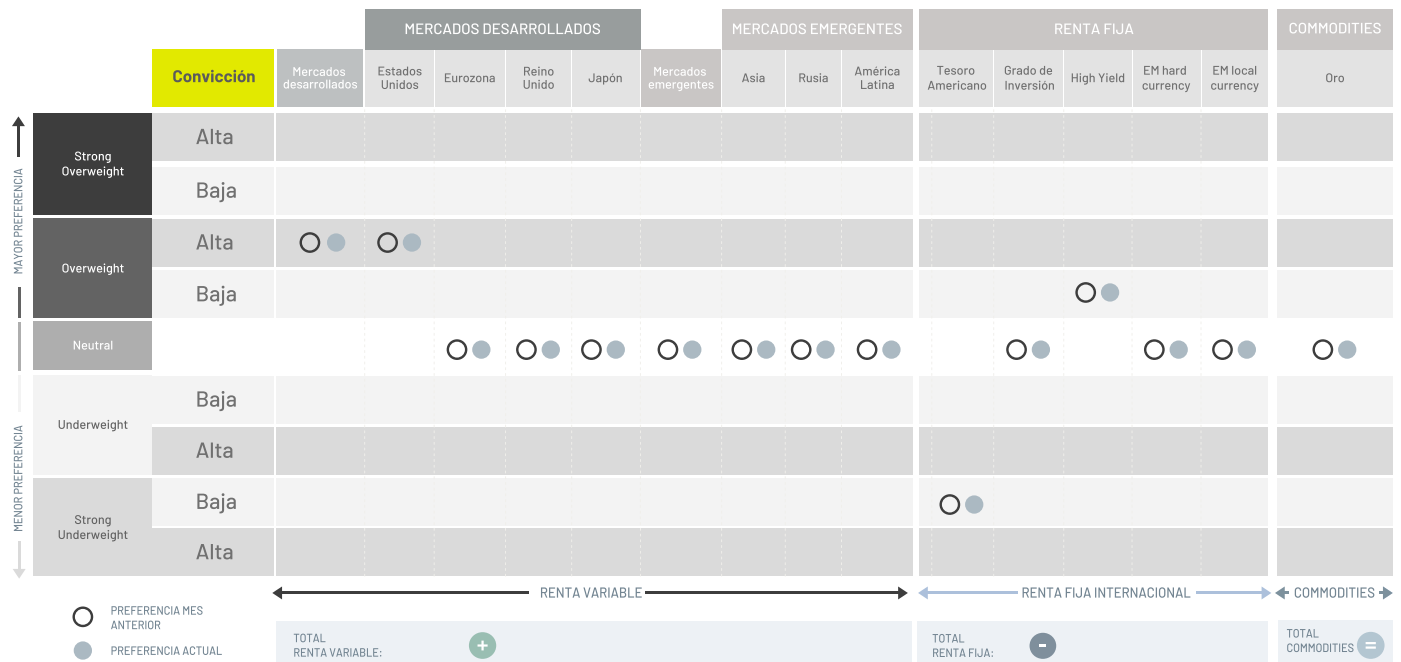
## 1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

### Global

**No realizamos cambios a nuestra estrategia.** Mantenemos la preferencia por renta variable ante un escenario que si bien presenta más desafíos, sigue siendo

favorable para las acciones. Mantenemos la neutralidad en oro, lo que se traduce en no tener posiciones dentro de nuestros portafolios, dada su alta correlación negativa que presenta con las tasas de interés reales. Utilizamos a renta fija como financiador ante un sesgo más restrictivo de los bancos centrales alrededor del mundo, donde destaca la Reserva Federal que aceleró el *tapering* y adelantó las expectativas de alza de tasas. Dentro de la renta variable Estados Unidos se posiciona como nuestro país favorito, ya que cuenta

con mayor holgura tanto fiscal como monetaria, y ha adoptado una estrategia que no considera restricciones estrictas a la movilidad en su lucha contra el coronavirus. En el resto de las regiones mantenemos la neutralidad. Dentro de renta fija mantenemos un corto mercado en Bonos del Tesoro ante una política monetaria menos acomodativa y una inflación que estaría siendo más persistente de lo anticipado.



### Latinoamérica

En Latinoamérica contamos con preferencia únicamente por Colombia, vemos argumentos positivos en la reforma tributaria, que fue enfocada principalmente en las empresas y en el interés que se ha mostrado por las empresas locales durante los últimos meses en un contexto de valorizaciones atractivas. Esto le permitiría cerrar parte del rezago que trae con respecto a sus pares de la región. Financiamos con Perú, donde un constante roce entre el Poder Ejecutivo y Legislativo y potenciales reformas radicales podrían ser un lastre para el mercado y la economía. **En el resto de las regiones mantenemos la neutralidad.**



## 2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

### Mercados cierran el último mes del año con retornos positivos

A diferencia de lo ocurrido en el mes anterior, donde los inversionistas plasmaron su aversión al riesgo en el precio de los activos, en diciembre todas las regiones cerraron con retornos positivos. Si bien la reciente ola de coronavirus, generada por la nueva variante de preocupación para la OMS denominada ómicron, que fue responsable de los malos retornos de noviembre, sigue generando números de contagios diarios récord en algunas latitudes, lo cierto es que estudios recientes indican que la probabilidad de generar un cuadro clínico grave es considerablemente menor que con variantes anteriores. Con esta información los inversionistas volvieron a retomar el enfoque de mirar hacia el futuro y no dejarse llevar por los impactos de corto plazo que la pandemia pueda generar sobre la economía, lo que descomprimió un poco la situación.

Los mercados desarrollados presentaron los mejores retornos. Europa, donde la situación sanitaria es una de las más complicadas, experimentó la recuperación más importante con respecto al mes anterior ante las noticias más alentadoras. Le sigue Estados Unidos, donde si bien la situación sanitaria también es delicada a nivel de casos diarios, lo cierto es que sus autoridades descartaron volver a los confinamientos e indicaron que utilizarán una estrategia de prevención y contención. Asia desarrollada quedó más rezagada, como ha sido la tónica durante el año.

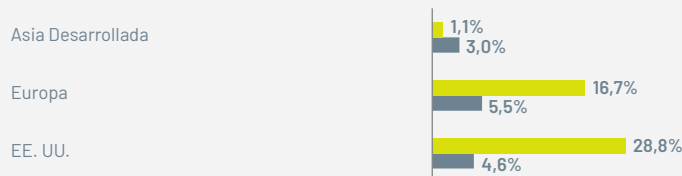
Dentro de emergentes, Latinoamérica tuvo el mejor desempeño impulsada por ruidos políticos que se disipan en algunos de sus mercados más importantes. Europa emergente no presentó grandes variaciones, pese al importante rebote experimentado por el petróleo durante el mes. Finalmente, Asia emergente fue la región más rezagada debido a la desaceleración que enfrenta la economía de China, la estrategia COVID cero y el riesgo regulatorio que sigue presente.

En renta fija vimos retrocesos en los bonos del tesoro ante un tono menos acomodativo de la Reserva Federal, los papeles con Grado de Inversión cerraron planos ante un spread que logró contener las alzas de la base, mientras que las categorías de mayor riesgo retornaron a positivo ante el mayor optimismo.

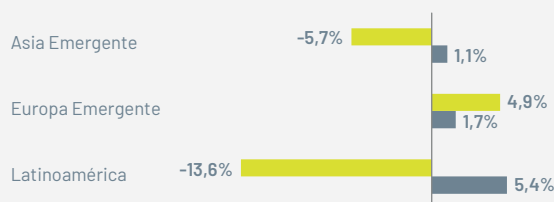
En lo que fue el 2021 vemos una disparidad en los resultados. Por un lado, Estados Unidos fue la bolsa de mejor desempeño por amplio margen, explicado esto por los buenos resultados corporativos y su mayor exposición al factor *growth*. Le sigue Europa, que también presentó un escenario favorable pese a ser más restrictiva en el control de la pandemia. En Japón, el rezago en la recuperación con respecto a sus pares provocó el rezago de sus mercados, mientras que en emergentes los retornos fueron, en general, negativos. Tanto Latinoamérica como Asia emergente se enfrentaron a ruidos políticos de distinta índole que tuvieron un impacto sobre sus mercados.

### RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

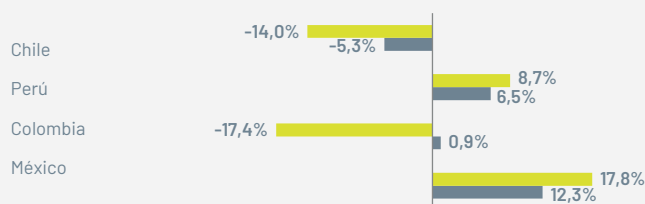
#### MERCADOS DESARROLLADOS



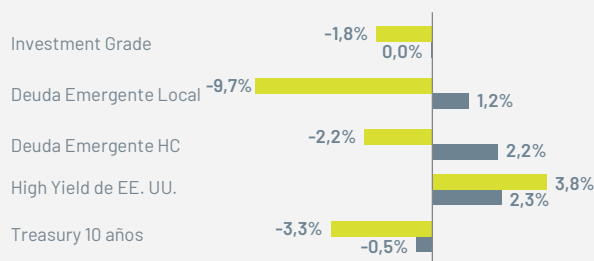
#### MERCADOS EMERGENTES



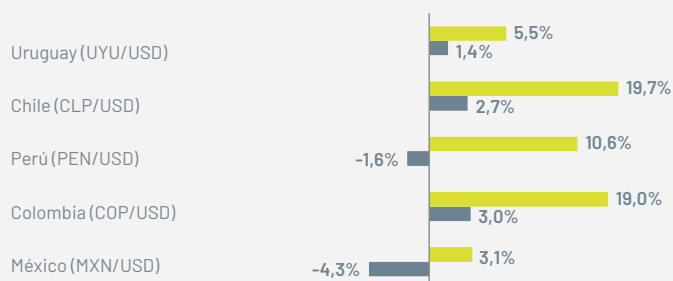
#### MERCADOS LOCALES



### RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



### RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



## EMPEZAMOS EL AÑO MANTENIENDO LA ESTRATEGIA

De cara a enero no realizamos cambios a nuestra estrategia y mantenemos una visión positiva para la renta variable. Sin embargo, es una posición de baja convicción. Por un lado, algunos indicadores de mediano plazo indican que la economía podría entrar en una fase de desaceleración en los próximos trimestres, mientras que nuestros modelos tácticos también señalan una menor preferencia por mercados accionarios. Por otro lado, esperamos que el crecimiento siga siendo sólido durante los próximos meses ante importantes excesos de ahorro que han acumulado los hogares en el mundo desarrollado tras los paquetes de ayuda de los Gobiernos, bajos inventarios que deben ser reconstruidos, gastos de capital en los que deberán incurrir las empresas para satisfacer la demanda, una normalización de las cadenas de suministros y políticas monetarias y fiscales que si bien serán menos acomodativas que durante el 2021, siguen considerándose expansivas.

Financiamos la posición en renta variable con un subponderar en renta fija, ya que esta se vería afectada por un alza en las tasas de interés de mercado ante un sesgo menos acomodativo de los bancos centrales, tanto en el mundo emergente como en el mundo desarrollado y una inflación que sería más persistente de lo anticipado, especialmente en Estados Unidos, pese a que el mercado aún le cree a la Reserva Federal de que logrará controlar la inflación en el mediano plazo.

## ESTADOS UNIDOS SIGUE SIENDO NUESTRA REGIÓN PREFERIDA

Dentro de renta variable la única región donde tomamos posiciones es en Estados Unidos. Lo anterior se explica por una visión cuantitativa favorable –aparece con la nota más alta en nuestros modelos– que coincide con nuestra visión cualitativa.

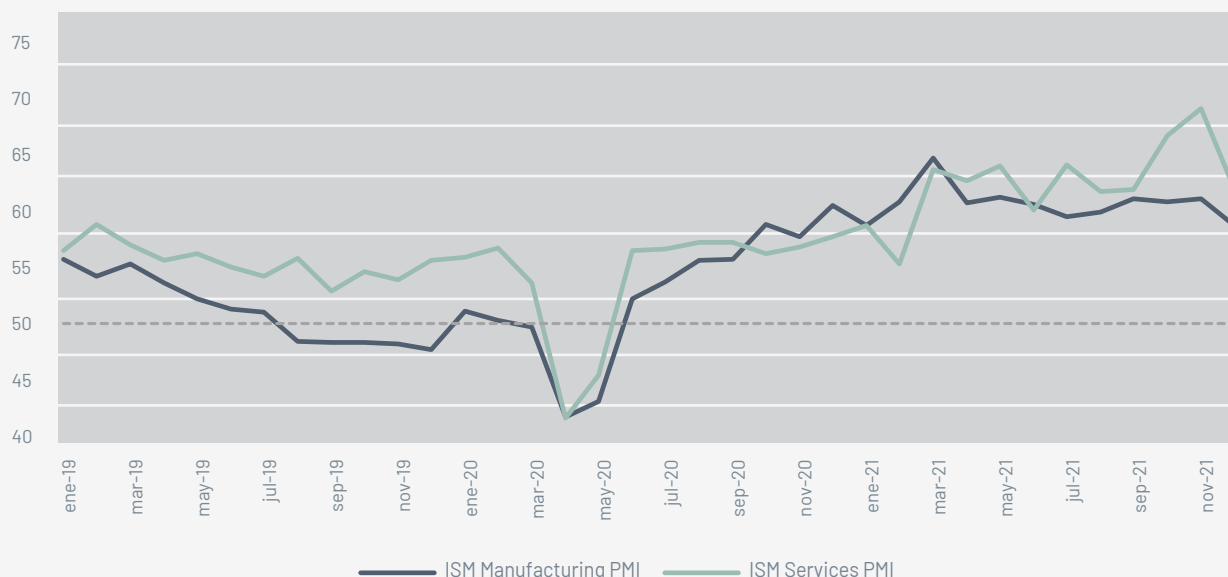
Si bien a nivel de casos diarios la situación parece complicada, a la hora de mirar las hospitalizaciones y los fallecimientos la situación parece más controlada, en línea con estudios preliminares que indican que las probabilidades de un cuadro clínico grave con la variante ómicron son considerablemente más bajas. Por otro lado, si bien la actividad se ha desacelerado, sigue en terreno expansivo. La actividad en servicios acusó el golpe más fuerte, con el ISM pasando de 69,1 a 62, debido a los impactos de la nueva ola pandémica, que ha frenado la rotación de bienes a servicios que se había estado manifestando en meses recientes. Finalmente, los índices de Estados Unidos tienen una preponderancia de sectores que se han visto beneficiados por el contexto pandémico, mientras que un porcentaje relativamente bajo de las ventas de sus empresas provienen del exterior, por lo que se posiciona como un buen *play* en el contexto de ómicron y de una eventual desaceleración global. En el resto de las regiones mantenemos la neutralidad.

## MANTENEMOS LA SUBPONDERACIÓN EN BONOS DEL TESORO

Dentro de renta fija mantenemos una visión poco constructiva de los Bonos del Tesoro ante un sesgo menos acomodativo de la FED, que anunció una aceleración del tapering de USD 15 mil millones mensuales a USD 30 mil millones mensuales y adelantó sus expectativas de alzas de tasas, señalando tres incrementos en 2022. Adicionalmente, en las minutas de la reunión, se reveló que algunos consejeros están a favor de subir tasas antes de alcanzar el pleno empleo, acusando riesgos de que las presiones inflacionarias comiencen a desanclar las expectativas de inflación, situación que podría verse incrementada por nuevas disrupciones en las cadenas de suministros causadas por ómicron.

## Actividad sigue en terreno expansivo en Estados Unidos. Sin embargo, los servicios reciben un fuerte golpe por la nueva ola pandémica

Fuente: Bloomberg

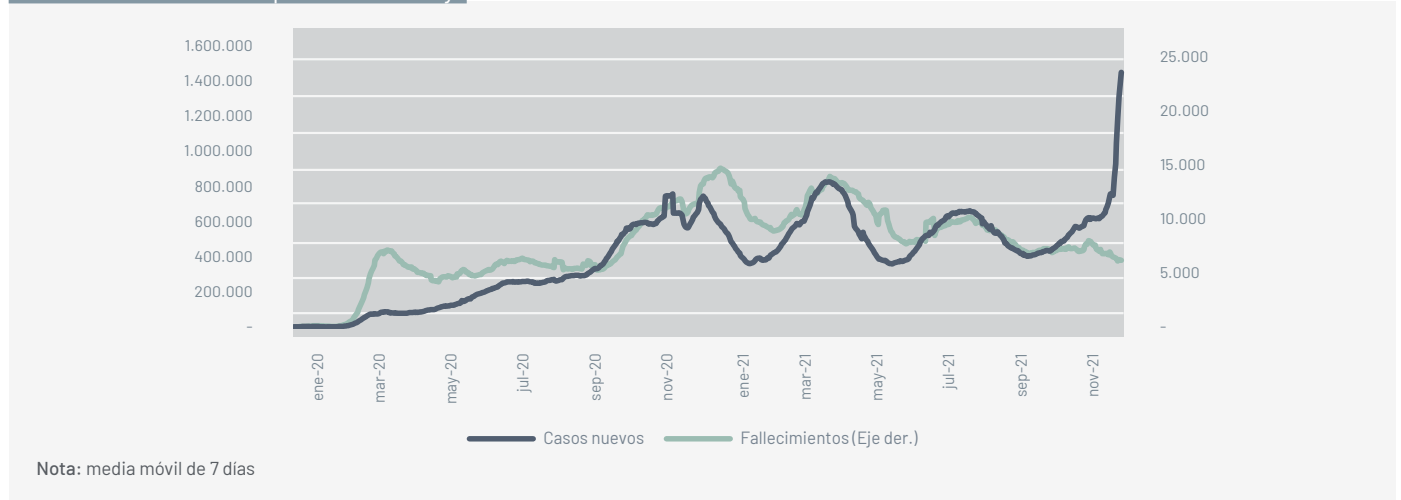




### 3. EDITORIAL

#### La nueva variante ómicron sería más contagiosa, pero menos severa

Fuente: The Johns Hopkins University



**En semanas recientes hemos visto cómo los contagios vuelven a romper récords en algunas regiones.**

**De manera contraintuitiva, algunos expertos han esbozado la teoría de que la aparición de ómicron podría ser el inicio del fin.**

**Ómicron está generando mayores números de infección, pero una enfermedad mucho menos severa.**

**Por lo que su rápido esparcimiento podría favorecer a la inmunidad de la población.**

**Lo anterior podría hacer que pasemos de una fase pandémica a una fase endémica del coronavirus.**

**Urge mejorar la accesibilidad a vacunas de los países de menores ingresos: una población no vacunada aumenta las probabilidades de aparición de nuevas cepas.**

Tras más de dos años de reportados los primeros casos de coronavirus en China, en semanas recientes hemos visto cómo los contagios vuelven a romper récords en algunas regiones, especialmente en Norteamérica y Europa, lo que hace suponer que la pandemia está lejos de terminar, lo que a su vez tuvo un importante impacto sobre los mercados durante el mes de noviembre. Sin embargo, de manera contraintuitiva, algunos expertos han esbozado la teoría de que la aparición de ómicron podría ser el inicio del fin, lo que calmó a los mercados, que se recuperaron en diciembre.

La teoría se sustenta en varios factores. Por un lado, ómicron está generando mayores números de infección, pero una enfermedad mucho menos severa –así lo concluyen una serie de estudios–, por lo que su rápido esparcimiento podría favorecer a la inmunidad de la población. Por otro, los esfuerzos de vacunación avanzan a nivel mundial, con varios países comenzando a aplicar dosis de refuerzo para proteger a la población. Finalmente, algunos laboratorios han desarrollado píldoras antivirales, las cuales ya han sido aprobadas por las autoridades.

Lo anterior podría hacer que pasemos de una fase pandémica a una fase endémica del coronavirus, es decir, donde la enfermedad sea mucho menos severa debido a la inmunidad de infecciones pasadas o vacunas y haya cierta estacionalidad que puede ser predicha, tal como ocurre con virus como la influenza, lo que en el fondo permite convivir con el virus y hacer una vida normal tomando ciertos resguardos y protegiendo a la población de riesgo.

Sin embargo hay riesgos, pese a su menor severidad. Si el número de casos es demasiado elevado, de todas formas se podría producir un colapso de los sistemas sanitarios mientras que la aparición de una nueva eventual variante más virulenta podría retrasar la fase endémica. Para este último punto urge mejorar la accesibilidad a vacunas de los países de menores ingresos: una población no vacunada aumenta las probabilidades de aparición de nuevas cepas.

MÉXICO

## 4. LATINOAMÉRICA

### Política toma la agenda en Latinoamérica

Por un lado, en Brasil se llegó a acuerdo en el Senado con respecto a los preclavios (demandas que ha perdido el Estado), donde se decidió que estos fueran pagados una parte este año y el resto durante los próximos años. Adicionalmente, se llegó a acuerdo con respecto al techo del gasto, lo que permitirá al Gobierno contar con los fondos para dicho pago y para incluir su programa de ayuda a las familias llamado Auxilio Brasil. Si bien, en un comienzo, el aumento del techo del gasto fue percibido como algo negativo por el mercado, el cual es muy sensible a temas fiscales debido el alto endeudamiento del gigante latinoamericano, con el paso de las semanas fue percibido de manera positiva, ya que evitaría otras alternativas más riesgosas como sacar los preclavios y el programa de ayudas del techo del gasto, lo que no pondría un límite a los recursos para las transferencias, liberando el camino para políticas populistas, especialmente de cara a las elecciones de este año.

En Chile se celebró la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, donde ganó Gabriel Boric, el candidato de la coalición más a la izquierda del espectro político chileno. Si bien el resultado era esperado, la amplia diferencia fue una sorpresa para el mercado, en un contexto de participación histórica. Boric obtuvo el segundo lugar en la primera vuelta, donde llegó con un discurso de profundas transformaciones al sistema económico, discurso que se fue moderando hacia la segunda vuelta para capturar los votos del centro. La reacción inicial de los mercados fue adversa, pero con el paso de los días los activos chilenos fueron mostrando cierta moderación. El próximo hito para conocer el rumbo que Boric querrá dar a su Gobierno es el nombramiento de su gabinete, el cual se espera para la segunda mitad de enero.

En Perú se iniciaron acciones legales contra el mandatario Pedro Castillo por supuesto tráfico de influencias y colusión. De todas formas, el ministerio público comunicó que la investigación será suspendida hasta el fin del mandato por la inmunidad total de la que goza el presidente. Mientras que, por su parte, si bien México presenta una relativa estabilidad en comparación con la región, lo que ha ayudado a sus activos, desde una óptica local las disputas entre AMLO, la oposición y el sector privado, mantienen erosionada la confianza y la inversión, impactando a las expectativas de crecimiento.

COLOMBIA

PERÚ

URUGUAY

CHILE



## 5. ANÁLISIS POR PAÍSES



### MÉXICO

México **cierra el año con el mejor desempeño de la región** dada su exposición a EE. UU.

#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Las actuales cifras de inflación explican en gran medida los ajustes hechos a la tasa de política monetaria implementados desde Banxico, así como la expectativa de que la FED actuará antes de lo previsto. Esto ha resultado en un incremento en la más reciente junta del banco local y última de 2021 de 50 puntos base, acumulando 150 en ese año y dejando la tasa de fondeo en 5,5%. Hacia adelante, el mercado estima que cuando menos habría 100 puntos base de incremento en 2022, aunque algunos analistas pronostican que la tasa puede llegar al 7%.

#### EXPECTATIVAS 2022

PIB	2,6%	3,0%	3,5%
INFLACIÓN	3,5%	3,9%	4,4%
TPM	5,25%	5,50%	6,00%
FX	21,5%	21,0%	20,0%

Escenario central SURA

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios (pesimista, neutral y optimista) para una serie de variables y se dentro de ellos se elige el escenario central de sura que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Si bien la actividad económica global se mantiene en terreno de expansión, las nuevas olas de contagio presionan el ritmo de la actividad económica. Para México la historia no es diferente, y es que en pronósticos recientes la economía local estaría creciendo en 2021 un 5,5%, cifra menor a la esperada en meses previos, hecho que se explica en cierta medida por los ajustes en el crecimiento de la economía estadounidense, así como a la debilidad en el consumo interno.

Por otro lado, la expectativa de especialistas privados para 2022 es de 2,8%, donde las remesas seguirán jugando un papel importante al minimizar el impacto causado por la pandemia en ciertos grupos de la sociedad.

#### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Desde noviembre el dólar ha reportado una racha de apreciación tanto al compararlo con otras monedas duras como con el peso mexicano. Esto coincide con el inicio del retiro de estímulos por parte de la FED, pero también se explica por mayores presiones inflacionarias que adelantarian incrementos de tasa de política monetaria de este banco central durante 2022. Ante este muy probable escenario, Banxico continuaría incrementando su tasa de referencia para seguir ofreciendo carry a los inversionistas, y evitar una posible mayor depreciación de la moneda local, que se estima culminará el año en niveles de 21.60 MXN/USD.

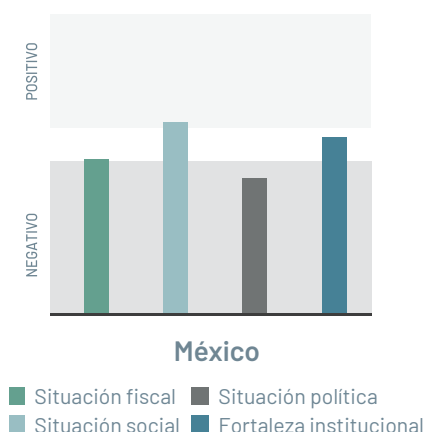
#### INFLACIÓN

En diciembre se reportó un incremento en la inflación general de 0,36% respecto al mes anterior, que en términos anuales representa 7,36% en 2021. Si bien el factor subyacente continuó con su dinámica alcista en el año y tuvo un incremento mensual de 0,80%, el componente no subyacente, nuevamente presionó en gran medida al índice general al incrementarse 0,90%, a pesar de haber retrocedido respecto a noviembre. Dentro del primer rubro, los precios de mercancías se incrementaron 0,91% y 0,68% respectivamente. Sin embargo, respecto al segundo, los precios de productos agropecuarios y los energéticos lo hicieron en 0,08% y 1,56%. Finalmente, especialistas encuestados por Banxico pronostican que el nivel general de precios retrocederá a 4,16% a cierre de año.

#### TASAS DE INTERÉS

Durante diciembre, a pesar de la nueva ola de contagios que se vive en algunas regiones del mundo, a la vez que persisten las presiones inflacionarias, se registró mayor demanda por activos de riesgo. Este hecho resultó en movimientos adversos en la curva nominal, que subió en promedio 15 puntos. En el caso de la curva de bonos reales, sus nodos más cortos subieron, mientras que aquellos con vencimientos mayores a cuatro años reportaron descensos. El incremento general de precios podría seguir presionando los bonos de corto plazo.

#### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye en base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretionales (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.





## RENTA FIJA LOCAL

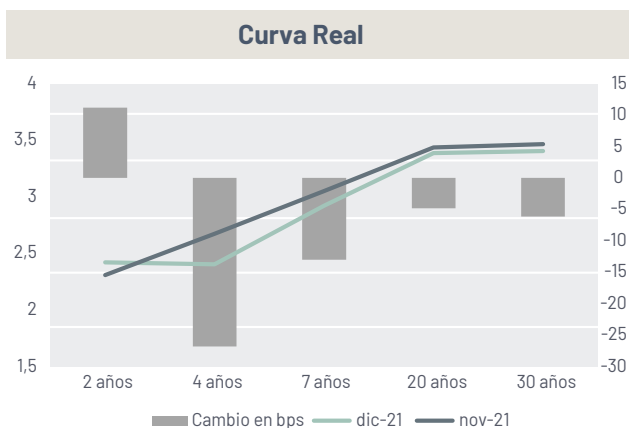
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Mientras se espera que la dinámica alcista en tasas pueda continuar, la mayor presión podría darse en la parte corta de las curvas. Lo anterior, ante mayores incrementos en los niveles de precios y potencialmente mayores ajustes en la política monetaria. Por otro lado, los nodos medios podrían ofrecer algún punto de entrada. En este sentido, se ha cerrado la subponderación en términos de duración. Por otro lado, los papeles corporativos siguen ofreciendo un premio sobre los papeles de Gobierno que se mantiene atractivo. En lo que respecta a la preferencia entre tasas nominales y reales, se opta por estas últimas debido al devengo por inflación que ofrecen, aunque no precisamente los Udibonos más cortos. Finalmente, se mantienen las posiciones en bonos de tasa revisable.

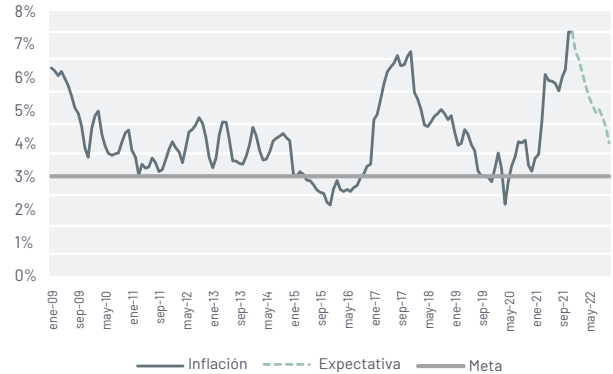
ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	N
Curva	N	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

### TASAS REALES

Si bien las cifras de inflación explican el premio que los papeles reales siguen ofreciendo, mayores expectativas en precios o ajustes de tasa de política monetaria, mantiene presionada la parte corta de esta curva. Esto se observó durante diciembre, donde la inflación por encima del 7% justifica los ajustes de Banxico a la espera de lo que también pueda hacer la FED. Como resultado, los bonos más cortos reportaron alzas, mientras que el resto de la curva descendió.



### Expectativas de inflación

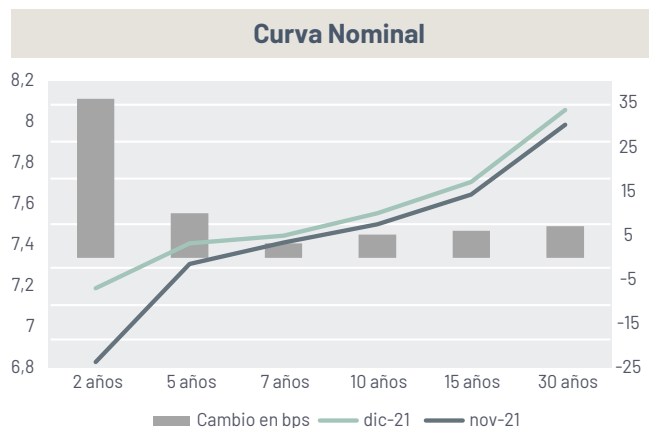


### SPREADS

Durante diciembre se hicieron colocaciones por un monto de \$20.250 millones, cifra que fue menor a la registrada en el mismo periodo durante el año anterior. Destacan las emisiones de CFE por \$10.500 millones, así como MOLYMET con \$4.000 millones. Si bien las emisiones siguen siendo en tasas fijas y flotantes, ya se nota cierta preferencia por estas últimas, así como en Udis. En lo que respecta a *spreads*, no se han presentado movimientos de consideración.

### TASAS NOMINALES

Durante el mes de diciembre la curva de bonos nominales registró un alza generalizada que promedió 15 puntos base, donde los bonos de hasta dos años de vencimiento fueron los más presionados. Este hecho se explica por niveles más elevados de inflación que justifican mayores incrementos de Banxico, así como un banco central en EE. UU. más restrictivo, para el que se pronostican tres incrementos en 2022 y que también influirá en las decisiones del banco central local.







## RENTA VARIABLE LOCAL

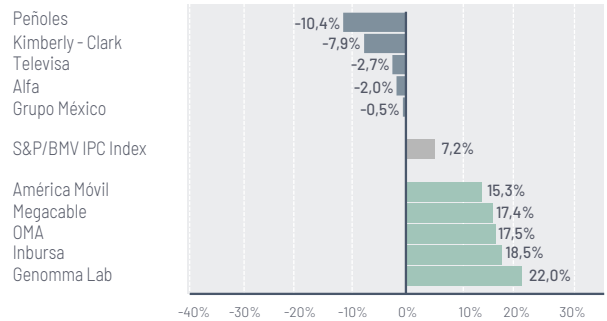
### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

México está transando a 14x P/E, ligeramente por debajo de su promedio histórico de siete años. Sin embargo, agregando métricas de P/B y retorno por dividendo, relativo al índice MSCI AC World, el IPC se encuentra en niveles mínimos de 20 años. Las perspectivas son favorables para este año, dado que México es un beneficiario directo del crecimiento de la economía estadounidense (73% de sus exportaciones), además de la exposición de la economía mexicana a precios de petróleo (18% de sus ingresos fiscales) donde tenemos un view más favorable que respecto a metales base. En línea con lo anterior, los sectores que favorecemos para este año son Financieras, Real Estate y Materiales (cementeras y petroquímicas en particular).

### ANÁLISIS DE MERCADO

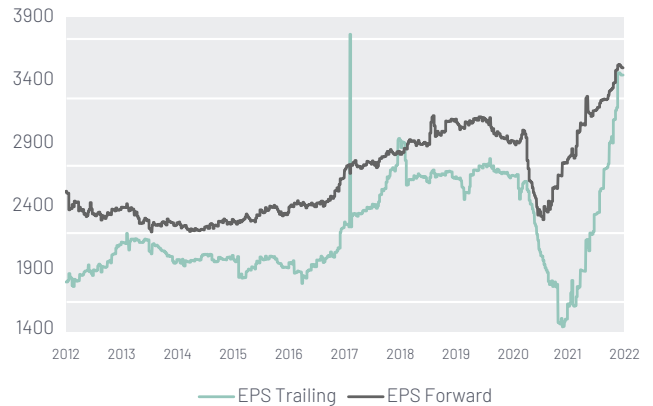
En diciembre, el IPC registró un alza de 7,2%, outperformeando tanto al S&P 500 como al resto de índices de Latinoamérica. En buena parte el rally estuvo explicado por las empresas de alta capitalización, donde destacaron América Móvil (+15.3%) y Walmex (+13%), en tanto desde una perspectiva sectorial también se destacaron las aerolíneas y aeropuertos, las cuales continuaron recuperándose pese a temores respecto a la variante ómicron. Por el lado de las empresas que más cayeron en el mes, destacaron las caídas de los nombres del sector consumo básico. Así es como Gruma, Arca y Kimberly fueron las principales detractoras del IPC. En la ventana anual, el IPC rindió 20,9%, siendo el mercado de mejor rendimiento en la región. Nuevamente cabe aquí la explicación de las empresas de alta capitalización.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	OW	OW
Industrial	UW	UW
Real Estate	OW	OW
Telecomunicaciones	UW	UW
Materiales	OW	OW
Telecomunicaciones	OW	OW
Utilities	UW	UW





## PERÚ

**Gobernabilidad sigue siendo un tema relevante a monitorear en Perú.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el mes de octubre la economía peruana creció un 4,55% con respecto al mismo mes del año anterior. La mayoría de los sectores presentaron una expansión durante dicho mes, la que fue más marcada en las industrias ligadas a la reapertura y la normalización económica. Es el octavo mes con lecturas positivas. Sin embargo, el crecimiento peruano ha venido perdiendo *momentum* en la medida en que se disipan parte de los efectos de base estadística y empeoran las expectativas para la inversión en un contexto de incertidumbre política.

### INFLACIÓN

Durante el mes de diciembre el índice de precios al consumidor experimentó un avance de 0,78% con respecto al mes anterior. Con esto, la inflación cerró el año en un 6,43%, la lectura más alta en trece años, muy por sobre el objetivo del Banco Central de Reserva del Perú. Por su parte, el componente sin Alimentos ni Energía se ubicó en 3,14%. El presidente del instituto emisor, Julio Velarde, sostuvo que las presiones inflacionarias provienen principalmente de los bienes importados, que se están viendo afectados por la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio en el país.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su reunión de enero, el Banco Central de Reserva del Perú decidió subir su tasa de política monetaria en 50 puntos base, llevándola a un 3%. En su comunicado, el banco asegura que con la información disponible hasta el momento es muy probable que sigan con la normalización monetaria, cambiando el tono con respecto a comunicados anteriores, donde aseguraban que las alzas no eran el inicio de un ciclo contractivo. El instituto emisor espera que la inflación converja al rango meta en el cuarto trimestre de este año, lo que no está en línea con lo que espera el mercado.

### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante el mes de diciembre, el tipo de cambio que se apreció en Perú fue de 1,6%, revirtiendo la tendencia que ha tenido durante gran parte del año. Detrás del movimiento está el sesgo restrictivo que está aplicando el Banco Central de Reserva de Perú para hacer frente a la fuerte escalada inflacionaria en un contexto de bajo volumen transado por el fin de año. Hacia adelante, la cotización del dólar se verá influenciada por la gobernabilidad que pueda ofrecer al país el Gobierno de Castillo, que ya ha enfrentado roces con el Parlamento, el cual está muy fragmentado.

### TASAS DE INTERÉS

El *spread* del soberano peruano en soles y del Gobierno de EE. UU. a diez años se encuentra en 429 puntos base, 101 por encima del promedio de los últimos dos años. La curva soberana se redujo en promedio 10 puntos básicos en diciembre. Hubo una disminución en el aplanamiento de la curva debido, principalmente, a una disminución de la *yield* en la parte corta.

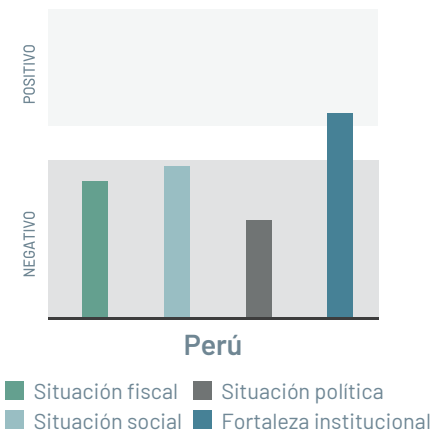
### EXPECTATIVAS 2022

PIB	2,3%	3,1%	4,3%
INFLACIÓN	2,5%	3,0%	3,8%
TPM	2,25%	3,0%	3,50%
FX	4,25%	4,09%	3,85%

### Escenario central SURA

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios (pesimista, neutral y optimista) para una serie de variables y se dentro de ellos se elige el escenario central de sura que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye en base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretionales (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.





## RENTA FIJA LOCAL

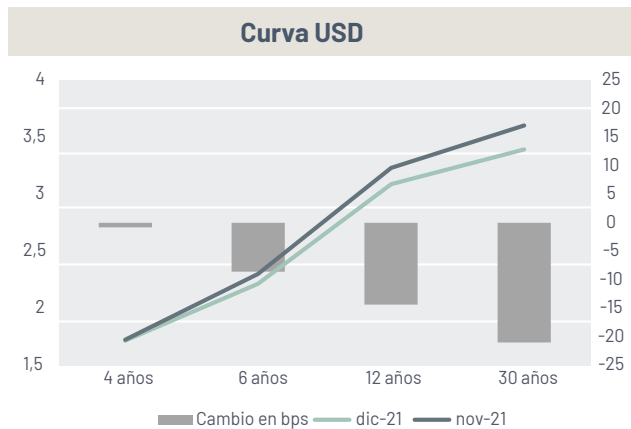
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Hubo una ligera disminución en la tenencia de bonos soberanos por parte de los inversionistas extranjeros. En detalle, su posición disminuyó en 0,25%, alcanzando un total de 51,08%. El spread entre el soberano en soles y el *treasury* de diez años tuvo una disminución de más de 30 puntos base con respecto al mes anterior debido a un efecto conjunto de un aumento del *treasury* y una disminución del soberano peruano. Mantenemos una posición de subponderar en duración debido al posible aumento anticipado de tasas por parte de la FED en el primer semestre del año.

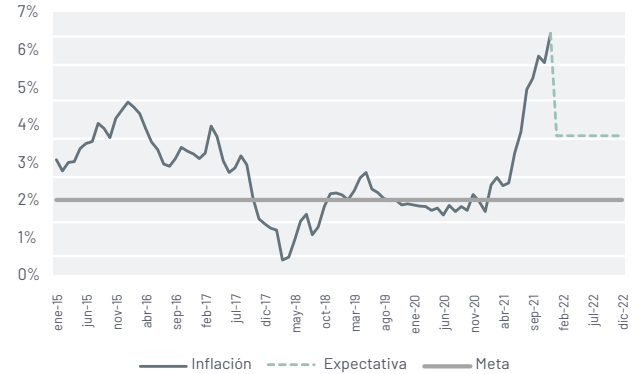
ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	UW	UW
Curva	N	N
Corporativos	N	N
Real vs. Nominal	N	N

### TASAS REALES

En diciembre la tasa de referencia del Banco Central del Perú aumentó a 2,5%, mientras que las expectativas de inflación a doce meses resultaron en 3,71%, continuando por encima del rango máximo. Esperamos un incremento adicional de la tasa de referencia 25 - 50 bps para el mes de enero.



### Expectativas de inflación

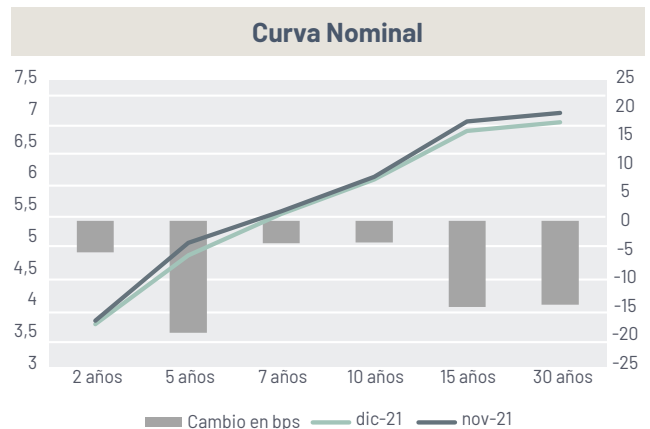


### SPREADS

El tramo de bonos corporativos con duración de 3-10 años tuvo un aumento de *spreads* en los corporativos AAA de 29 puntos básicos en promedio y una disminución de 12 puntos básicos en promedio para los corporativos AA. Las transacciones realizadas en el mes fueron principalmente de emisiones AAA y AA.

### TASAS NOMINALES

Al cierre de mes, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días en soles fue 3,09%, mayor en 42 puntos base respecto del mes anterior.





## RENTA VARIABLE LOCAL

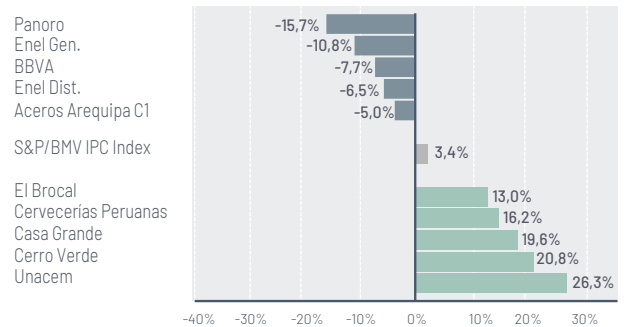
### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante diciembre el mercado peruano tuvo un desempeño positivo. El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima rindió 3,4%. Las acciones mineras subieron 4% en el mes, con Buenaventura avanzando un 0,7%, y Southern Copper apreciándose 5,4%. Construcción subió 8,4%, con Aenza, Unacem y Ferreycorp subiendo 5,4%, 26,3% y 8,5%, respectivamente. El sector consumo rindió 1,9%, con Inretail cayendo 0,9%, pero con Alicorp subiendo 0,5%. Utilities se contrajo 5,1%. Los papeles financieros se apreciaron 2,9%.

### ANÁLISIS DE MERCADO

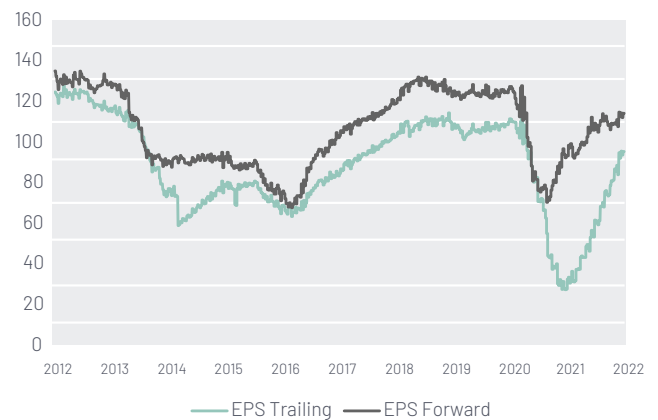
Alicorp anunció que las empresas subsidiarias Alicorp Holdco España, Alicorp Inversiones, y Masterbread han transferido a las empresas CPG Investments, Compañía de Consumo Masivo, y Shampoos y Fragancias, el íntegro de las acciones y/o participaciones que mantenían en las empresas subsidiarias Alicorp Argentino, TVBC, y Sulfargen. Asimismo, informaron que están en el proceso de determinación del impacto en los resultados consolidados de la empresa.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	N	N
Energía	N	N
Financiero	N	OW
Industrial	OW	OW
Materiales	OW	N
Minería	UW	UW
Utilities	OW	OW





## CHILE

Elecciones presidenciales **generan volatilidad en los activos chilenos.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el mes de noviembre la economía creció un 14,3% con respecto al mismo mes del año anterior. La cifra sorprendió al alza al mercado, que esperaba una expansión de 13,2%. Por su parte, la serie desestacionalizada con respecto al mes anterior se expandió un 0,3%. El indicador fue impulsado por las actividades de servicios y el comercio ante la gran cantidad de liquidez presente en el sistema por los retiros de AFP y transferencias directas del Estado.

### INFLACIÓN

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadísticas, la inflación de diciembre fue de un 0,8%, nuevamente sobre las expectativas del mercado (0,5%), como fue la tónica del 2021. Con esto, el indicador acumuló una variación de 7,2% en el año, mayor registro desde el 2007. Diez de las doce divisiones que componen el indicador presentaron alzas, siendo los principales aportes Transportes y Alimentos y Bebidas No Alcohólicas. Esto pone más presión para que el banco central suba las tasas de interés de manera más agresiva.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión en el mes de diciembre, el consejo del Banco Central de Chile subió la tasa de política monetaria en 125 puntos base por segunda vez consecutiva, llevándola a un 4%. El consejo estima que la TPM seguirá subiendo en el corto plazo y que se ubicará sobre su nivel neutral por todo el horizonte de la política monetaria. Con ello, se espera que el instituto emisor controle la inflación, la cual se ha desviado considerablemente del rango meta. Para la próxima reunión de enero se espera un alza cercana a 100 puntos base, con lo que la TPM llegaría a un 5%.

### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante diciembre el peso chileno se siguió depreciando con una caída de 2,74%. Esto luego del resultado de las elecciones presidenciales, en las que ganó el candidato de izquierda Gabriel Boric, quien llega con propuestas de profunda transformación al sistema económico local. Si bien la reacción inicial fue muy negativa, con el peso depreciándose un 5,5% y tocando un mínimo histórico, en la medida en que fueron pasando los días y el presidente electo dio señales de moderación y unidad, devolvió parte de lo perdido.

### TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de diciembre vimos una leve baja de las tasas de interés. En un comienzo, las tasas experimentaron importantes alzas previo a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, internalizando en los precios una victoria de Gabriel Boric. Si bien Boric triunfó, vimos una moderación de su discurso, lo que permitió que las tasas devolvieran lo subido, llegando a bajar 10 puntos base en promedio.

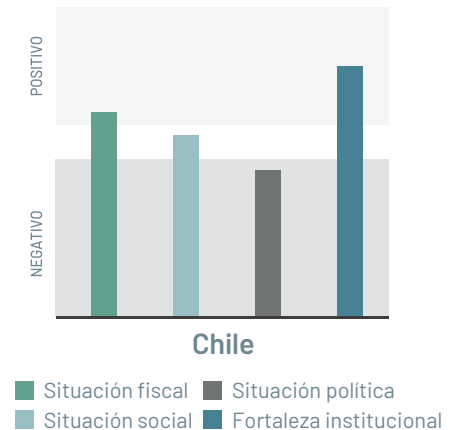
### EXPECTATIVAS 2022

PIB	1,9%	2,6%	3,3%
INFLACIÓN	3,4%	4,0%	4,5%
TPM	4,50%	5,00%	6,00%
FX	830	790	747

### Escenario central SURA

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios (pesimista, neutral y optimista) para una serie de variables y se dentro de ellos se elige el escenario central de sura que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye en base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretivas (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.







## RENTA FIJA LOCAL

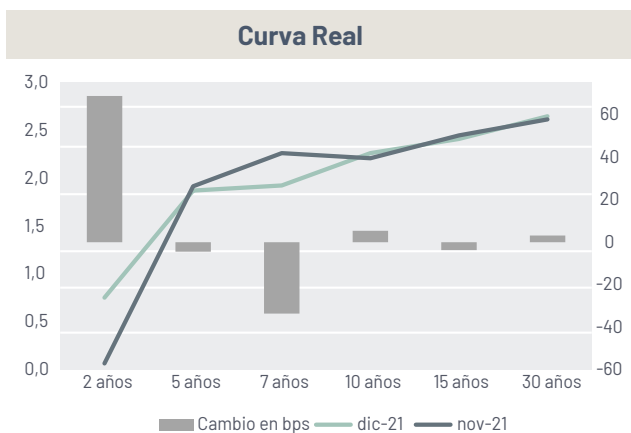
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

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, hay incertidumbre política asociada al nuevo Gobierno y a la convención constitucional. 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.

ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	N
Curva	N	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

### TASAS REALES

En noviembre tuvimos un IPC positivo de 0,5%, sobre lo esperado por el mercado (0,4%). Con ello, la variación anual se ubicó en 6,7%. Lo anterior no fue suficiente para compensar la salida de flujos antes de la segunda vuelta, lo que significó alzas durante la primera mitad del mes. Luego, tras el triunfo de Boric y la moderación de su discurso, vimos una estabilización en la salida de flujos, lo que provocó caídas en la parte media, mientras que la parte larga se mantuvo estable.

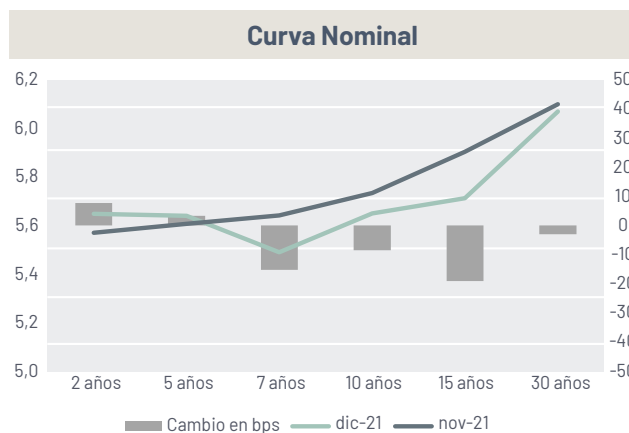


### SPREADS

Durante el mes los flujos fueron levemente negativos. Tanto los bonos corporativos como los bonos bancarios continúan con spreads similares a meses anteriores, los bonos bancarios AAA en 90 puntos base, mientras que los papeles corporativos AA y A en niveles de 145 y 200 puntos base en promedio, respectivamente, lo que sigue representando un castigo.

### TASAS NOMINALES

En las tasas nominales vimos una leve alza en la parte corta, ya que el movimiento del Banco Central ya estaba, en gran parte, internalizado en los precios. Dado que las expectativas de que el ente emisor continúe con su política de fuertes alzas para hacer converger la inflación a la meta, el resto de la curva presentó caídas en promedio de 10 puntos base.





## RENTA VARIABLE LOCAL

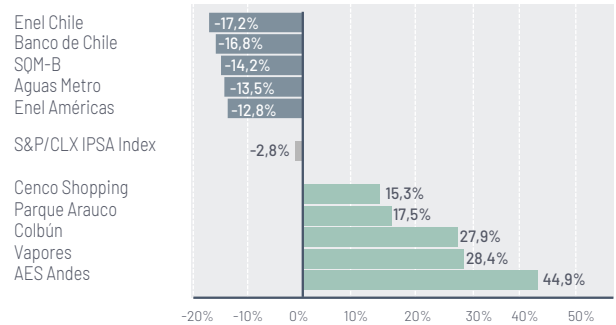
### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante diciembre la bolsa local cayó en 2,8% debido al resultado de las elecciones presidenciales. Los movimientos fueron similares a lo visto en tasas y en el peso, una reacción inicial muy adversa para luego devolver parte de lo perdido. En el corto plazo los activos chilenos se verán influenciados por el nombramiento del nuevo gabinete, mientras que en el mediano, por la gestión del Gobierno, las reformas que logren pasar en un Congreso dividido y los resultados de la convención constitucional que entra en la etapa final donde se redactarán los artículos.

### ANÁLISIS DE MERCADO

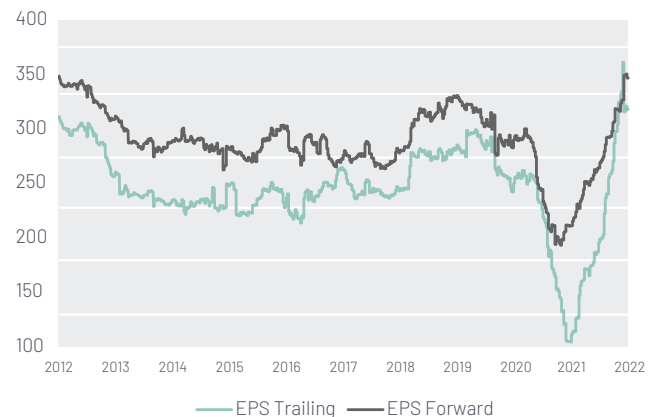
El plan de descarbonización cambió las reglas de juego de todo el sistema eléctrico chileno, no solo por los requerimientos de CAPEX en energías renovables y las reducciones de precio en los contratos existentes, sino porque redujo la oferta costo-eficiente tras el cierre de grandes carboneras. A partir de 2021, tres presiones adicionales se sumaron: la baja hidrología, el incremento de precios de combustibles y los mantenimientos de termoeléctricas pospuestos a raíz de la pandemia. Las generadoras compradoras en el mercado *spot* se encontraron con costos incluso por encima de sus precios de venta, mientras que las generadoras vendedoras tuvieron baja disponibilidad hídrica y costos de gas muy elevados, casi eliminando los márgenes operativos. Los riesgos regulatorios se mantienen en forma de posibles subsidios cruzados para reducción de tarifas, reducciones en tasas de retorno regulatorias, cierre anticipado de carboneras, entre otros. Tras la victoria de Boric en las elecciones, un nuevo objetivo de descarbonización a 2026 se ve ambicioso a la luz de la limitada oferta eficiente en el sistema. Una visión constructiva en el sector dependerá de una implementación ordenada del plan de transformación de la matriz y una normalización en precios internacionales de energía.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	OW	OW
Energía	UW	UW
Financiero	UW	UW
Industrial	UW	UW
Real Estate	OW	OW
Materiales	N	N
Telecomunicaciones	N	N
TI	N	N
Utilities	UW	UW





## COLOMBIA

Economía colombiana se contrae en octubre. Sin embargo, sigue sobre niveles prepandemia.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El indicador de seguimiento a la economía (ISE) mostró una contracción para el mes de octubre de 0,2% m/m. Dicho resultado no logró cumplir las expectativas del mercado. Sin embargo, se ubicó 2,6% por encima de niveles prepandemia. Este comportamiento está explicado, principalmente, por las actividades primarias, las cuales tuvieron un rendimiento -2,3% m/m por la ralentización de algunos sectores y las actividades secundarias que crecieron 1% m/m dada una aceleración de las actividades de manufactura. Las actividades terciarias no presentaron ninguna variación. A pesar de lo anterior, esperamos que continúe la recuperación económica en los meses que faltan reportar para el 2021.

### INFLACIÓN

La inflación finalizó el año presentando una variación anual de 5,62% por encima de las expectativas del mercado, que esperaban una variación de 5,41% y el rango meta del banco central (2%-4%). Rubros como Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (2,73%) y Alojamiento, Agua, Electricidad y Gas (1,22%) fueron los mayores contribuidores en el año, explicado esto por choques de oferta, apertura económica, incremento de precios de las materias primas y devaluación de la moneda. Esperamos que las presiones en servicios por la reapertura de la economía continúen.

### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El banco central, en la reunión de diciembre, continuó con el ciclo contractivo incrementando la tasa de referencia en 50 puntos básicos a 3%, en línea con las expectativas de mercado. Dicho incremento en tasa tuvo en cuenta la inflación registrada en noviembre (5,26% a/a), la cual implicó una corrección al alza de las expectativas de inflación. Sin embargo, dicha decisión no fue unánime, donde tres miembros optaron por un incremento de 75 puntos básicos. Esperamos la continuidad del ciclo contractivo en las próximas reuniones.

### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global (DXY) presentó una caída de 0,34%, dada por menores preocupaciones por la variante ómicron, incrementando levemente el apetito por riesgo. A pesar de esto, el peso colombiano se depreció 2,97% en el mes, influenciado por un incremento de casos COVID-19 en el país y ruidos políticos por las elecciones presidenciales. Esperamos, en adelante, que factores como anuncios por parte de la FED, la evolución de nuevas variantes, el movimiento del precio del petróleo, la cercanía a las elecciones legislativas y generales, y las decisiones de política monetaria por parte del Banrep, sigan generando volatilidad en el mercado.

### TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de noviembre vimos comportamientos mixtos en las tasas de interés. Por un lado, las tasas nominales de corto y mediano plazo experimentaron subidas ante expectativas de mayores alzas por parte del Banco Central de Colombia. Por otro lado, la parte más larga tuvo caídas. En las tasas reales vimos caídas en toda la curva, pero más pronunciadas en la parte corta debido a las altas lecturas de inflación.

### EXPECTATIVAS 2022

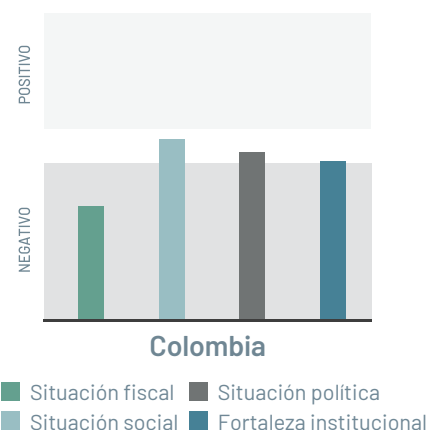
PIB	3,4%	3,8%	4,2%
INFLACIÓN	3,2%	3,4%	3,7%
TPM	3,50%	4,00%	4,50%
FX	3837	3700	3542



### Escenario central SURA

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios (pesimista, neutral y optimista) para una serie de variables y se dentro de ellos se elige el escenario central de sura que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye en base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretivas (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.





## RENTA FIJA LOCAL

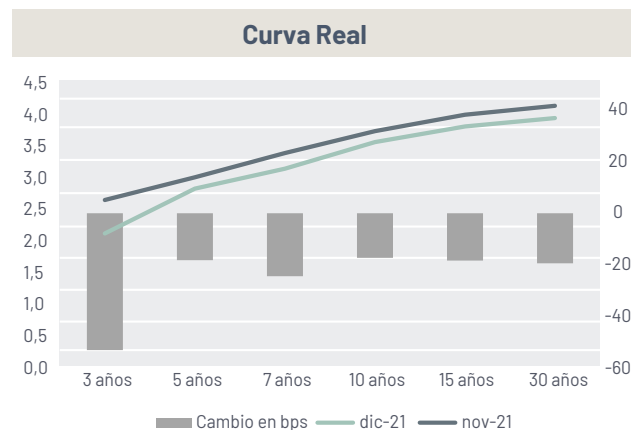
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Dentro de renta fija local nos posicionamos con una sobreponderación en duración, un corto en curva, mientras que mantenemos un sobreponderar en papeles corporativos, donde vemos espacio para la compresión del *spread*, dado que traen un castigo con respecto a su historia. En tasa real también contamos con un posicionamiento favorable dadas las altas lecturas de inflación.

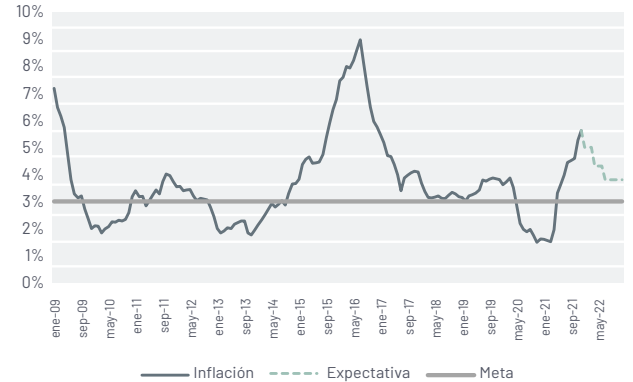
ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	OW	OW
Curva	UW	UW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

### TASAS REALES

Con respecto a los títulos soberanos indexados al UVR (inflación), hemos visto un comportamiento más resiliente, observando valoraciones de 50 puntos base para el nodo más corto de la curva con vencimiento en 2023, esto impulsado en parte por las altas inflaciones de los últimos meses en Colombia que hacen que el *carry* de estos títulos sea bastante atractivo para los portafolios. En los nodos medios (vencimiento 2029) y largos (vencimiento 2049) las valoraciones versus noviembre 2021 han sido en promedio 30 puntos base.



### Expectativas de inflación

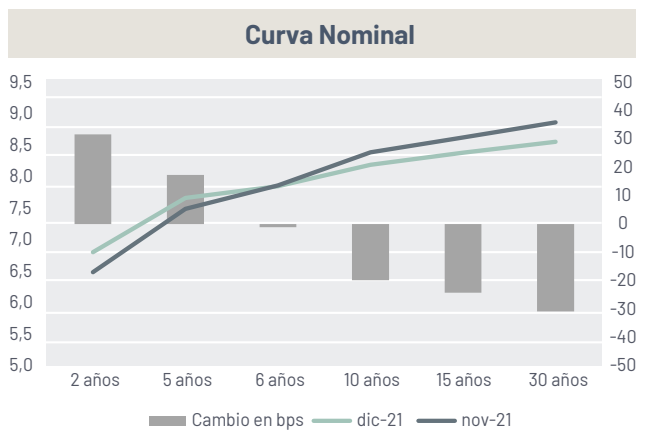


### SPREADS

Durante la segunda quincena de noviembre y en diciembre el mercado en títulos corporativos para la parte corta de la curva ha sufrido desvalorizaciones significativas de la mano del cambio en el discurso del Banco de la República y su aumento de tasas. Los papeles corporativos tasa fija AAA para los vencimientos entre 1 y 2 años siguen castigados, y en promedio se cotizan 146 puntos base arriba de los comparables soberanos, mientras que el *spread* promedio del último año para los mismos se ubica cerca a los 100 puntos base. La parte media y larga de la curva se encuentra cotizando en promedio a 99 puntos base de sus comparables soberanos.

### TASAS NOMINALES

A la espera de un mayor ritmo de subida de tasas de interés por parte del Banco de la República, la curva de títulos soberanos nominales ha sufrido un aplanamiento: los nodos cortos de la curva (vencimiento mayo 2022) han tenido desvalorizaciones cercanas a 75 puntos base vs. noviembre 2021, mientras que el nodo más largo de la curva (vencimiento 2050) se ha apreciado cerca de 30 puntos base en el mismo periodo.





## RENTA VARIABLE LOCAL

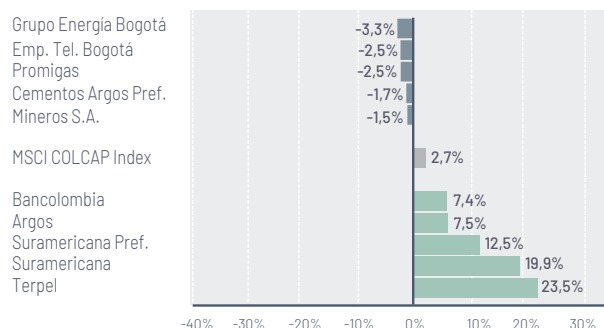
### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El MSCI COLCAP acumulaba una caída de 11,9% a finales del primer semestre del 2021, explicado principalmente por el surgimiento de nuevas variantes que implicaron nuevas restricciones de movilidad, el anuncio de una reforma tributaria que desencadenó manifestaciones y la pérdida de grado de inversión. Sin embargo, logró recortar pérdidas y finalizar el año en -1,87%, al presentar una nueva reforma tributaria enfocada principalmente en las empresas, un avance en el programa de vacunación y un mayor interés por empresas locales. Lo anterior nos lleva a mantener una posición constructiva en el mercado.

### ANÁLISIS DE MERCADO

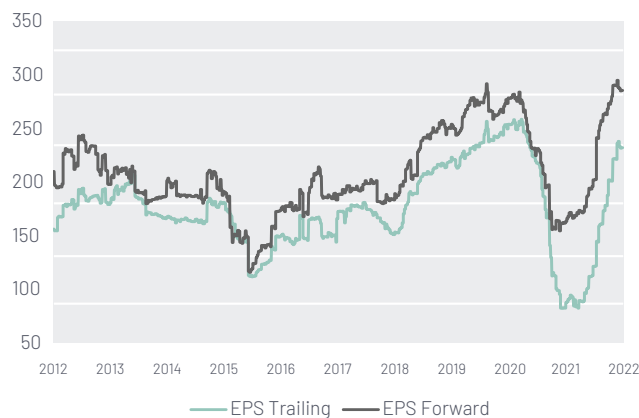
Mercado local presenta un fuerte rezago respecto a sus pares latinoamericanos, donde una baja liquidez producto de la salida de inversionistas/flujos extranjeros ha sido uno de los principales responsables. En tanto, en lo último se han sumado una serie de anuncios de diferentes OPA y recompras que han evidenciado los fuertes descuentos que presentan algunas compañías. Con todo, mantenemos una visión favorable en el indicador local sustentada en valorizaciones atractivas y donde los recientes eventos corporativos han revelado el valor oculto de varias compañías. Asimismo, consideramos que la flexibilización de restricciones de movilidad y los altos precios del petróleo continuarán dando impulso al COLCAP. En esta línea, destacamos positivos resultados 3T21 reportados, con EBITDA creciendo de manera generalizada en todos los sectores. Si bien el escenario no está exento de riesgos, donde las inminentes elecciones continuarán inyectando volatilidad, vemos un atractivo *upside* en la bolsa local, donde la selectividad se torna clave.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	DICIEMBRE	ENERO
Energía	UW	UW
Materiales	OW	OW
Consumo discrecional	N	N
Consumo básico	N	N
Financiero	OW	OW
Servicios de comunicación	N	N
Utilities	UW	UW







## URUGUAY

**Crecimiento sorprende a los analistas en Uruguay.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Los datos de cuentas nacionales arrojaron una sorpresa positiva para la actividad del tercer trimestre. El PIB creció 5,9% interanual, lo que en términos de estacionalizados equivale a una expansión de 2,7% respecto del trimestre anterior. Una mejora sustancial a nivel sanitario permitió una recuperación más vigorosa, que llevó al PIB a superar en 0,6% su nivel de cierre de 2019 (prepandemia), antes de lo previsto. Tanto la demanda interna como externa explican este mejor desempeño que no solo permite alcanzar a los países de la región, sino que también llevó al consenso de los analistas a corregir las previsiones de crecimiento para 2021 (4%) y 2022 (3,3%), superando en ambos casos las proyecciones del Gobierno de 3,5% y 3% respectivamente.

### INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación mensual negativa de -0,10%, mientras que la acumulada aumentó a 7,96%. Estos registros se ubicaron levemente por encima de la mediana de expectativas del BCU (-0,15% y 7,9% respectivamente). En este sentido, finalizamos el año con una inflación alejada del rango meta (entre 3% y 7%), donde la inflación tendencial ascendió a 8,01% y la residual disminuyó a 7,79%. El aumento de la inflación tendencial viene explicado nuevamente por las manufacturas durables. Sin embargo, la variación del componente residual de -2,76% mitigó dicho aumento. Los administrados explican en gran medida esta caída, con una disminución de 14,7% en los precios de la energía eléctrica asociada al programa "UTE premia".



### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 5 de enero tuvo lugar la reunión del Comité de Política Monetaria, donde se resolvió subir la tasa de política monetaria (TPM) en 75 puntos básicos, desde 5,75% a 6,5%. Una vez más la aceleración de los indicadores de inflación, así como también el enlentecimiento en la convergencia de las expectativas y su permanencia por encima del rango meta, mientras que la recuperación de la actividad se intensifica, respaldaron la decisión de un aumento mayor al de la reunión pasada. Asimismo, anticipó subas de igual magnitud para las siguientes dos reuniones, llegando así a la tasa neutral.

### ¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

En el último mes de 2021 el dólar avanzó un 1,4% y acumuló en el año un fortalecimiento de 5,5%. Si bien en términos anuales el comportamiento de la divisa fue en la dirección de la expectativa del consenso de analistas de fines de 2020, la magnitud del movimiento fue bastante menor al estimado en aquel entonces de 8,5%. No obstante, la apreciación de este último mes se constituye en un impulso importante ante el inicio de una nueva temporada turística. Sin embargo, y dado que el mercado está previendo una desaceleración más lenta de la inflación, con el fin de evitar una volatilidad excesiva del tipo de cambio el Ministerio de Economía abrió la posibilidad de devolver en dólares vencimientos de títulos en pesos.

### TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre -39 y +20 puntos base durante el mes de diciembre, observándose una caída en el tramo más corto (uno a dos meses) y aumentos en el tramo de uno a cinco años. Por otro lado, las tasas de interés en unidades se mantuvieron prácticamente inalteradas hasta el plazo de diez años y para plazos más largos presentaron ligeras caídas. Las tasas de interés en dólares estadounidenses del Gobierno de Uruguay presentaron caídas en el tramo de cinco años en adelante.





## RENTA FIJA LOCAL

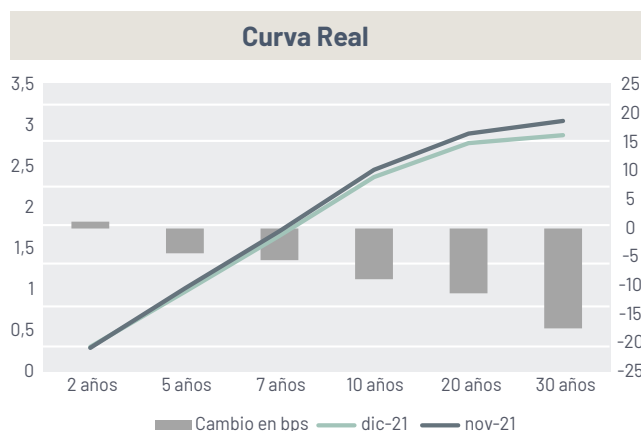
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el último mes del año la renta fija local tuvo un comportamiento estable a pesar de que el surgimiento de la nueva variante ómicron llevara a récords de contagios a nivel mundial, y la Reserva Federal resolviera un ritmo más acelerado para la reducción de su programa de compra de activos. Si bien el cambio de perspectiva de la agencia Fitch para con la deuda uruguaya, pasando a estable desde negativa, se constituye en un hito relevante para las finanzas públicas, en general se observó un mayor apetito por riesgo de los inversores, particularmente hacia Latinoamérica. No obstante, todavía parece temprano tomar apuestas más agresivas en este contexto de incertidumbre, siendo así que preferimos mantenernos neutrales en duración y en activos de tasa real.

ESTRATEGIA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	N
Curva	UW	OW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	N

### TASAS REALES

Las tasas reales permanecieron estables en diciembre, manteniéndose firme el interés de los inversores por esta clase de activo en un contexto de incertidumbre, donde si bien se comienza a observar cierto alivio en las cadenas globales de suministro, una nueva ola del virus podría traer nuevamente un retroceso y un aumento en las presiones inflacionarias dando soporte a la preferencia por esta clase de activo. Aprovechando esta mayor demanda, el 22 de diciembre, el Ministerio de Economía y Finanzas realizó una licitación especial, haciendo una reapertura de la Nota de Tesorería serie 29 con vencimiento en 2034, referencia a diez años en unidades indexadas, adjudicando deuda por el equivalente a USD 19,2 MM a una tasa de 2,54%, siendo de las tasas reales soberanas más bajas para Latinoamérica.



### Expectativas de inflación



### SPREADS

Los spreads corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local tendieron a reducirse en diciembre, en línea con sus pares soberanos, donde se observó un descenso de los spreads y riesgo país. Mientras que las obligaciones negociables de La Tahona vieron reducir su spread en 15 puntos base, los títulos de deuda senior de Corporación Vial lo hicieron en 23 puntos base. Con esto, los rendimientos al vencimiento de los instrumentos antes mencionados quedaron en 4,38% y 3,37% respectivamente.

### TASAS NOMINALES

Las tasas nominales registraron movimientos leves, tendiendo a disminuir en los plazos más cortos y largos de la curva, y a aumentar en el tramo medio, pronunciando la convexidad de la curva. Aunque si bien la pauta a nivel de los mercados globales estuvo hacia una disminución de las inflaciones implícitas de corto plazo y un aumento en las de largo plazo, los precios de los activos domésticos se inclinaron mayoritariamente hacia un aumento generalizado de las expectativas de inflación, en línea con la opinión de la mayoría de los analistas que cubren el mercado local. De esta forma, el mercado tendió a inclinarse hacia una expectativa de menor urgencia de la política monetaria por desacelerar la inflación en la medida en que Uruguay no se ve ahora tan desalineado con relación al resto.

