

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

Diciembre 2022

# One House View

**Mercado alivio en los mercados.**

## Contenido

1 | Resumen de la estrategia 

2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 

Uruguay 

 WEBINAR

Te invitamos a ver nuestro webinar  
**2023: una mirada para un nuevo ciclo**

[Ver aquí](#)



**Natalia Gaviria**  
Estratega de Inversión



**César Cuervo**  
Head de Soluciones de Inversión y Estrategia

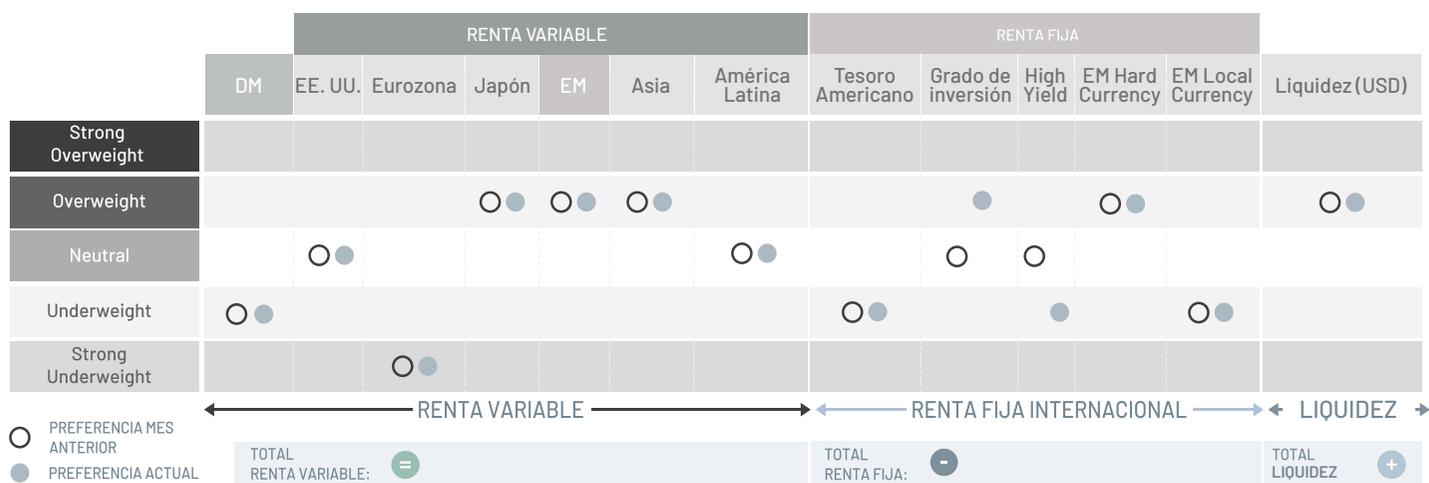
## 1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

### Visión global y posicionamiento.

En noviembre continuó la tendencia positiva en los mercados, que acumuló ya dos meses para los activos de riesgo. En la renta variable, vemos mejores perspectivas en algunas condiciones

económicas a nivel global: en Europa, menores riesgos energéticos tras alcanzar niveles de inventario de gas natural por encima del 90%; en Asia, señales de relajación de las restricciones de movilidad en China; en EE. UU., una FED menos agresiva y una inflación que parece desacelerarse. Por otro lado, en la renta fija las mayores probabilidades que asigna el mercado al fin próximo de los incrementos monetarios, gracias a una inflación menor a la esperada, también continuó impulsando el comportamiento a la baja de las tasas reales. Los activos más favorecidos fueron en primera

instancia la deuda emergente emitida tanto en USD como en moneda local y, en segundo lugar, la deuda corporativa con grado de inversión que había estado más afectada por presentar una mayor duración/sensibilidad al movimiento en tasas. En cuanto a la selectividad de activos, mantenemos preferencia por economías con espacio para seguir estimulando, como son China y Japón. En renta fija, conservamos el corto en duración, acentuado por la reciente corrección en tasas que parece estar sobre-reaccionando a los datos de inflación y a las recientes declaraciones de los miembros de la junta de la FED.



## 2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

### El rally de riesgo y duración persiste, pero los riesgos siguen latentes.

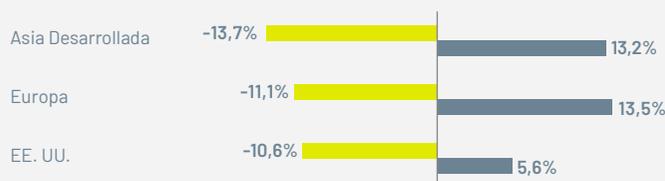
El buen dinamismo de los mercados siguió en noviembre. Su principal catalizador fue la inflación en el mes de octubre, que sorprendió positivamente, al ubicarse en 7.7% a/a por debajo del 7.9% anticipado; de especial interés fue el caso de la inflación subyacente, que retrocedió de 6.6% a 6.3%. Con ello el mercado incorporó mayores probabilidades del fin del ciclo contractivo en tasas para los próximos meses, alentando el desempeño de los activos de riesgo y de los instrumentos de deuda. La tasa de los papeles del tesoro americano de 10 años pasó de 4.0% a 3.5% durante noviembre; el mercado ahora incorpora que la tasa terminal de la FED se ubique en 4.5% vs. una expectativa anterior de 5%. La tendencia a la baja en las tasas reales permitió una recuperación cercana al 6% para los activos de deuda. Resaltamos en especial la recuperación de la deuda emergente en moneda dura (USD) y local, con rendimientos de 9.5% y 7.9%, respectivamente.

Pese a lo anterior, seguimos con un leve corto en duración, oportunidad que, con los movimientos recientes, parece incluso más atractiva. Desde SURA Investment Management creemos que las condiciones de mercado se prestan para alcanzar una tasa terminal de la FED de 5% o más y para que permanezca allí durante buena parte del 2023. El mercado, en nuestra opinión, parece haber sobre-reaccionado a un dato positivo de inflación, a la par de ignorar comentarios recientes de Powell donde mencionaba que el mercado laboral seguía apretado y en consecuencia aún era pronto para que la FED siquiera empezara a pensar en un posible recorte.

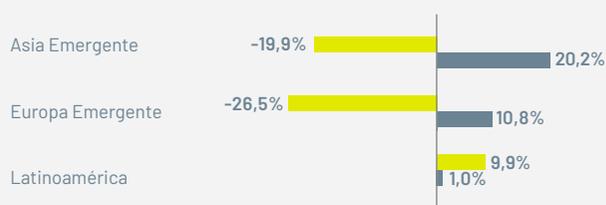
En cuanto a la renta variable, durante el mes vimos rendimientos generalizados del orden del 7%, destacando el comportamiento de Asia Emergente (17.8%) y Europa Desarrollada (13.4%). En China, tuvimos los primeros indicios de políticas más laxas de movilidad y contención del Covid, reduciendo el número de días en cuarentena para personas infectadas y para viajeros entrantes. A lo anterior, se le suma un plan de 16 puntos, dado a conocer a mediados de mes, para ayudar a impulsar el debilitado sector inmobiliario. Lo anterior es el direccionamiento que hemos estado previendo para la región emergente, aunque aún es incipiente.

En esta línea mantenemos nuestras preferencias por Asia Emergente y Japón. Conservamos nuestra visión negativa en Europa dada la alta dependencia energética con Rusia y la proximidad del invierno boreal, lo cual generará presiones inflacionarias elevadas en la región por un tiempo más prolongado, con consecuencias negativas para la dinámica local.

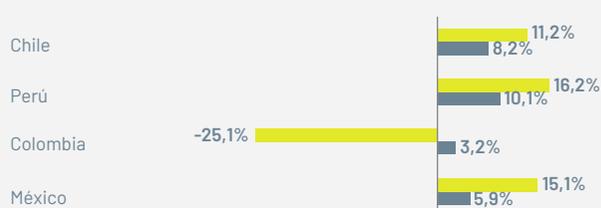
### MERCADOS DESARROLLADOS



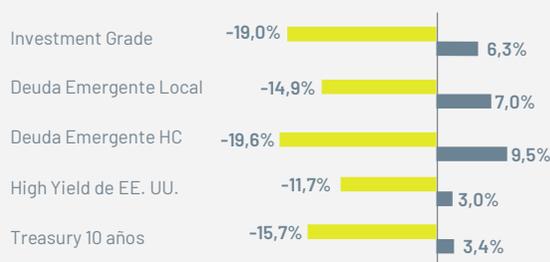
### MERCADOS EMERGENTES



### MERCADOS LOCALES



### RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



### RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



## 3. LATINOAMÉRICA

### Alta volatilidad en Latam por decisiones de gobierno que afectan el atractivo de los países.

Los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento plano en el mes de noviembre de 0.97% (ILF). A inicio de mes se vio afectado por acciones concretas del presidente electo de Brasil, Lula Da Silva, quien ingresó al Congreso una propuesta que incrementa el gasto fiscal en una magnitud considerable, generando una caída en el mercado de 2.7% el mismo día del anuncio. Sin embargo, a final de mes el índice se recuperó dado un mayor apetito por el riesgo. Estaremos monitoreando de cerca la configuración del equipo que acompañará a Lula en su presidencia, su propuesta programática y consecuentes impactos fiscales, así como los retos de estabilización que acechan al resto de los países de la región.

En México, la última encuesta del Banco Central reportó una mejora en la expectativa de crecimiento económico para el país en 2022: 2.8% desde el 2.1% previo, esto gracias al desempeño de la economía en el 3T22, que superó expectativas con un 4.3% anual. Respecto a la inflación, gracias al descenso interanual de octubre, las expectativas también se recortaron a 8.36%. Sin embargo, dado que el factor subyacente sigue presionado y la inflación incómodamente alta, se sigue esperando un Banxico restrictivo, aunque una inflación más baja pudiera permitir cierto desacoplamiento con la FED. Con ello, la tasa de fondeo alcanzaría 10.50% en 2022, y regresaría a 10.25% en 2023.

En Chile, a inicios de noviembre, el Gobierno anunció la esperada Reforma de Pensiones. La propuesta incluye, como puntos principales: (1) la creación de una institución pública que se encargará de todos los procesos administrativos (pagos, cobranza, entre otros); (2) agregar una contribución por parte del empleador (6%); y (3) la creación de una administradora estatal de pensiones. La propuesta deberá ser aprobada en el Congreso, en donde el Gobierno no cuenta con mayoría, lo que llevará a largas discusiones y una posible moderación de la misma.

En Perú, el Banco Central de Reserva elevó la tasa de referencia a 7.25% en su reunión de noviembre para continuar atenuando el incremento de la inflación, la cual volvió a subir en noviembre y se situó en 8.45%, muy por encima del rango meta. En ese sentido, el Banco Central estima que la inflación retorne al rango meta en el segundo semestre del 2023. Por otro lado, si bien el ruido político continuó, no tuvo mayor impacto en el mercado local. Seguiremos monitoreando los efectos de la inflación a nivel global por sus implicaciones de política monetaria y, por tanto, un mayor fortalecimiento del dólar. Finalmente, se estima que la economía peruana crezca 2.4% en el 2023.



En Colombia, se aprobó la Reforma Tributaria en el Congreso, la cual pretende incrementar el recaudo en 1.3% del PIB, menor a la propuesta inicial (1.7% del PIB) al retirar puntos controversiales como el impuesto a las pensiones y la sobretasa de renta al sector petróleo. Cabe mencionar que la reforma se centra en personas naturales de mayores ingresos y al sector empresarial. Adicionalmente, el Gobierno anunció el comienzo de la discusión de la reforma pensional con gremios empresariales y sindicatos para construir el texto final e introducirlo al Congreso en abril de 2023. Sin embargo, la propuesta ha generado preocupaciones sobre el futuro de los fondos de pensiones privados en el país.

En Uruguay, Obras Sanitarias del Estado (OSE) aprobó el Proyecto Arazatí que representa la inversión más grande de la historia en infraestructura para agua potable. Este proyecto, sumado a la emisión del bono verde de Uruguay, enfatiza la preocupación ambiental por parte del país. Por otro lado, el Gobierno nacional presentó el primero de diciembre la solicitud de ingreso al Acuerdo Transpacífico (CPTPP), esta acción se enmarca en la estrategia de inserción internacional que viene desarrollando el Gobierno uruguayo en procurar nuevas oportunidades en los mercados extranjeros.



## 4. ANÁLISIS POR PAÍSES



### MÉXICO

**Buen desempeño gracias al rally de riesgo e incertidumbre en otras regiones.**

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía mexicana creció 0.9% durante el 3T22 respecto al periodo anterior, o 4.3% en términos anuales. Las actividades primarias seguidas de los servicios reportaron el mayor aporte en esta ocasión. Con estas cifras al alza, respecto a datos preliminares, Banxico y especialistas privados mejoraron el pronóstico del PIB de México para 2022, que ronda entre 2.8% y 3%. Para 2023, se espera una desaceleración en la demanda externa para México, por lo que se estima que la economía crecerá cerca al 1.8%.

#### INFLACIÓN

La inflación en México, tal como ya ha ocurrido en EE. UU., tanto en su lectura mensual (8.41%) como quincenal más reciente (8.14%), reportó un leve descenso respecto a su periodo previo. Sin embargo, el componente subyacente sigue mostrando presión. En este contexto, se estima que el índice general de precios terminará el año en torno al 8.36% y que durante 2023, en medio de una creciente desaceleración económica, la tendencia inflacionaria descienda a niveles cercanos del 5% según especialistas encuestados por Banxico.

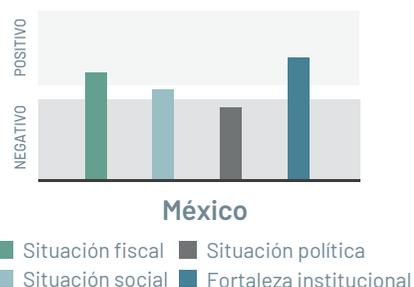
#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

A pesar de que el IPC reportó un descenso en su última lectura mensual, Banxico mantiene la cautela debido a la creciente tendencia en precios subyacentes, donde los incrementos principalmente vienen de alimentos y servicios. Con ello, Banxico llevó su tasa de referencia a 10%, mientras se espera otro incremento en diciembre que ubicaría la TPM en al menos 10.50%. Por otro lado, dado que la economía global se encuentra en contracción, la inflación debería reportar descensos, lo que podría mover a la baja las tasas de referencia de bancos centrales, abriendo una ventana de recortes en México durante 2023.

#### TIPO DE CAMBIO

El mercado anticipa que la FED hará otro incremento de tasa en su última reunión del año que podría ubicar la TPM en 4.25% - 4.50%. Esto, más el tono de la comunicación, podría respaldar la fortaleza global del dólar vista a lo largo del año. Sin embargo, ante el descenso de la inflación y la actividad en esta economía, los incrementos o la postura del banco podrían moderarse. Respecto al MXN, el dólar ha perdido terreno durante 2022, en parte por los flujos de entrada vía remesas y un Banxico que se anticipó a las subidas de tasas en EE. UU.

#### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye con 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.

#### EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,8%	2,5%	3,0%
INFLACIÓN	6,7%	8,5%	8,7%
TPM	10,00%	10,50%	10,75%
FX	19,30	19,93	22,50





## RENTA FIJA LOCAL

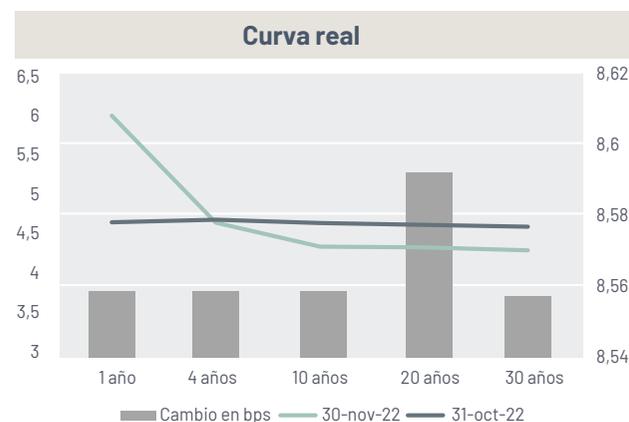
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante noviembre, a pesar de que se registraron subidas en los nodos más cortos de las curvas real y nominal, movimiento que se explica por la persistencia de una postura restrictiva desde bancos centrales, el resto de los vencimientos mostraron un descenso generalizado. Con esto, se observaron desempeños positivos en esta clase de activos de manera general. En el caso de los bonos nominales, las bajas promediaron 51pbs y fueron más pronunciadas en la parte larga. En el caso de los reales, descendieron 22pbs en promedio.

RENTA FIJA	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

### DURACIÓN

La expectativa sobre la inflación es que se mantenga elevada por un periodo prolongado, pero con un sesgo a la baja para el próximo año. El crecimiento económico se verá afectado hacia 2023 por un ciclo de desaceleración y restricción de liquidez. Estas dos condiciones provocan incertidumbre respecto a la velocidad de ajuste de la política monetaria, pero el techo de las tasas está próximo. Los flujos de entrada de inversionistas extranjeros parecen mantenerse, y la curva local se hace más atractiva respecto a otros mercados emergentes. Mantenemos el posicionamiento neutral en duración.



### CURVA

A pesar de que la inflación da señales de descenso, se mantiene una postura de política monetaria restrictiva. Por otro lado, las expectativas de inflación se han ajustado por primera vez a la baja respecto a pronósticos previos. Así, en el corto plazo esperamos curvas planas o invertidas entre nodos cortos y medios, y se pronostica que el ajuste hacia un nuevo empinamiento se dé cuando haya claridad de la tasa terminal de política monetaria. Con esto, la curva sigue privilegiando un posicionamiento de aplanamiento.

### CORPORATIVOS

Durante noviembre se mantuvo una tendencia de compresión en los *spreads* de crédito de corporativos y bancos, principalmente por un efecto de liquidez. A pesar de que el monto de nuevas emisiones durante este periodo superó \$50,000 MM dada la demanda, el sesgo fue de menores sobretasas. Mantenemos una sobreponderación en bonos corporativos ante la búsqueda de *carry*, pero las nuevas colocaciones aportan poco. Mantenemos un enfoque muy selectivo en el mercado de crédito local.

### REAL VS. NOMINAL

La inflación esperada por los analistas se ha ajustado marginalmente a la baja: 8.36% (8.50% previo) para 2022 y 5.07% (5.09% previo) para cierre de 2023. En general, se espera que la presión en precios por factores externos se mantenga de cara al cierre de año; sin embargo, al estar más cerca del punto alto de inflación, se mantiene una ligera preferencia por los papeles reales, aunque esta se ha venido reduciendo paulatinamente. Con lo anterior, también se ha reducido la subponderación de bonos nominales.





## RENTA VARIABLE LOCAL

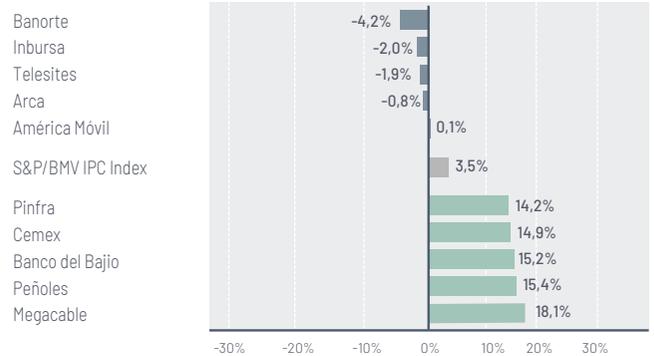
### ANÁLISIS DE MERCADO

En noviembre el IPyC subió 3.5%, impulsado principalmente por un rebalanceo de MSCI en los últimos días del mes. Por el lado de las acciones ganadoras, tenemos Sitios Latinoamérica, vehículo resultante del *spin-off* que hizo América Móvil, y Banbajío (arriba 15.2% en el mes). Excluyendo temas de rebalanceo, el sector ganador en el mes fue materiales, el más descontado en términos de valuación del IPyC. Así, nombres como Peñoles (+15.4%), Cemex (+15%), GCC (+13%) y Orbia (+12.8%) destacaron en noviembre, mientras que GMéxico quedó algo más rezagado por temores a que su accionista mayoritario consolide en este vehículo a Citibanamex en vista de que es uno de los dos favoritos para adjudicarse el activo.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El IPyC acumula un rendimiento de 16% desde inicios de octubre, beneficiado por un reposicionamiento de los inversionistas en mercados emergentes a raíz de los eventos políticos en China y Brasil. A pesar del *rally*, México está transando a un múltiplo de 12x P/E, barato respecto a su historia. A estos niveles de valuación, y teniendo en cuenta las dinámicas de inflación y tasas de interés, no vemos mucho más espacio para un *re-rating* de la bolsa local y más bien creemos que la selectividad será clave para los siguientes meses. Al respecto, estamos privilegiando factores como generación de flujo de caja y fortaleza del balance de las empresas.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	UW	UW
Industrial	UW	UW
Real Estate	UW	UW
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
Utilities	OW	OW





## CHILE

**Mayor apetito y valorizaciones que se mantienen atractivas.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

IMACEC de octubre muestra una caída de 1.2% respecto al mismo mes del año anterior, pero incrementándose 0.5% respecto a septiembre. Lo anterior se explica por la caída en comercio y en menor medida por la industria manufacturera. Seguimos viendo debilidad en la economía producto de una menor liquidez y altas tasas de interés. En su último IPoM, el BCCh comentó que tendríamos un crecimiento para este año entre 1.75% y 2.25%, mientras que para 2023 entre -0.5% y -1.5%.

### INFLACIÓN

La inflación 12 meses se situó en 12.8%, acumulando un 11.4% en lo que va del año. Las expectativas *forward* ya muestran una desaceleración, situándola en torno de 4.5% para 2023. Por otro lado, el Banco Central en su IPoM de septiembre dejó las expectativas de inflación en 12% para 2022 y 3.3% para 2023. Se espera que converja a la meta del 3% para 2024.

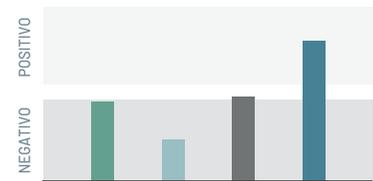
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria, realizada en octubre, el Banco Central de Chile subió la tasa en 50pbs. Tras ello, la tasa se situó en 11.25%, nivel máximo del ciclo iniciado en julio de 2021. Uno de los argumentos expuestos fue que la inflación en los dos últimos meses había sido superior a lo previsto, pero hay convicción en haber alcanzado el nivel necesario para enfriar la dinámica de precios.

### TIPO DE CAMBIO

En noviembre, el peso chileno sufrió una alta volatilidad, pero logró finalizar el mes con una apreciación de 5.53%. Este comportamiento estuvo explicado por el dato inflacionario sorprendiendo a la baja al mercado y por un mayor apetito por riesgo dada la expectativa de apertura en China, que impulsó el precio del cobre al alza. El peso podrá sufrir volatilidad adicional a medida que avancen las discusiones sobre el capítulo para escribir la nueva Constitución, las discusiones sobre la Reforma Tributaria y la Reforma Pensional.

### MONITOR POLÍTICO



■ Situación fiscal ■ Situación política  
■ Situación social ■ Fortaleza institucional

El monitor político se construye con base en un análisis cualitativo, en el que 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.

### EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-1,2%	2,1%	2,6%
INFLACIÓN	11,1%	11,6%	13,3%
TPM	11,25%	11,25%	11,25%
FX	880	949	990





## RENTA FIJA LOCAL

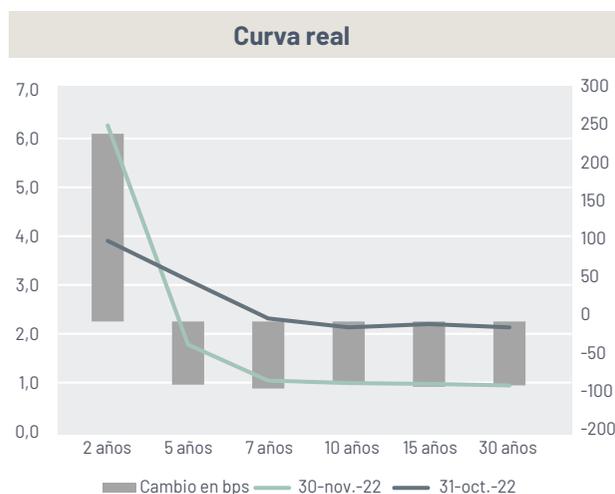
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes de noviembre vimos una caída en las tasas tanto en pesos como el UF, en torno a 85pbs - 100pbs y 75pbs - 85pbs, respectivamente, para los plazos medios y largos. Las tasas en la parte corta en UF se incrementaron producto de una caída en las expectativas de inflación a corto plazo, mientras que las tasas en la parte corta en CLP tuvieron caídas marginales.

RENTA FIJA	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Duración	N	OW
Curva	-	FLAT
Corporativos	UW	UW
Real vs. Nominal	N	N

### DURACIÓN

A pesar de que el Banco Central de Chile anunció que había llegado al final de su ciclo alcista, impulsados por datos y expectativas de inflación que comienzan a desacelerarse, vemos que la curva se encuentra invertida tanto en pesos como en UF. Debido a lo anterior, y tomando una perspectiva de mediano plazo, preferimos situarnos en la parte media de la curva, pues es ahí donde vemos mayor valor.



### CURVA

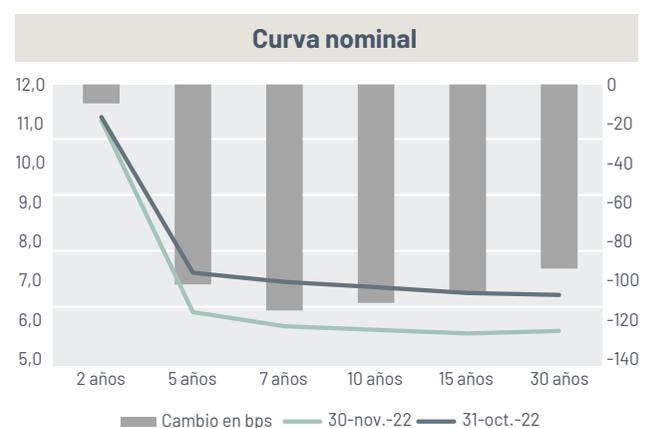
Tomamos un leve largo en duración, ubicándonos en la parte media de la curva; esperamos que las tasas en este segmento vayan a la baja dado que el Banco Central anunció el fin de las alzas de tasas de política monetaria y dado que la curva aún se encuentra invertida en los nodos largos. La corrección de la inversión que anticipamos en los próximos meses coloca los plazos de duración intermedia como los más atractivos.

### CORPORATIVOS

Durante los últimos meses hemos evidenciado preferencia de los inversionistas por instrumentos líquidos de gobierno y bancarios, estos últimos tranzando con *spreads* cercanos a 70pbs. Por parte de los bonos corporativos notamos subidas de *spread* producto de caídas en las tasas base junto con bajo nivel de transacciones dada la coyuntura. Se observa una mayor preferencia por bonos de alta calidad crediticia, mientras que los bonos asociados a mayor riesgo se encuentran aún en niveles amplios de *spread*, los que podrían seguir incrementándose.

### REAL VS. NOMINAL

Tuvimos un IPC de 0.5% en octubre, menor a lo esperado por el mercado, mientras que las expectativas de inflación se redujeron a 4.5% para 2023. La TPM llegó a un techo de 11.25%, y el apetito por el riesgo regresó. Todo lo anterior permitió que el CLP se apreciara durante noviembre. Los riesgos inflacionarios, tanto a nivel local como internacional, así como los relacionados con la actividad y las acciones de los bancos centrales, nos motivan a estar neutrales en moneda.





## RENTA VARIABLE LOCAL

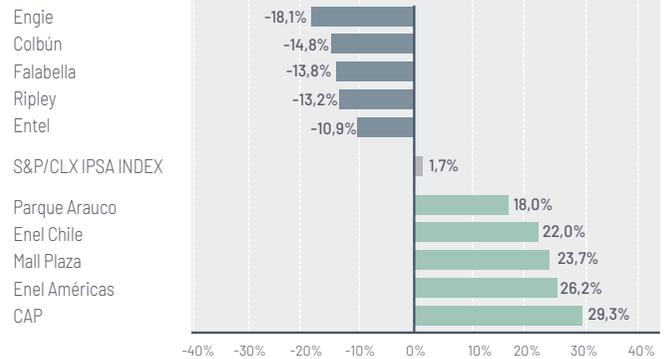
### ANÁLISIS DE MERCADO

En noviembre el IPSA subió +1.7% en moneda local (+8.2% en USD). Este leve incremento se manifestó en dispares rendimientos a nivel sectorial. Por un lado, hubo retornos positivos en sectores de *utilities* y *real estate*, el primero marcado por mejores perspectivas de hidrología y el segundo, por los últimos datos de inflación y expectativas de un recorte anticipado en la tasa por parte del BC. Por otra parte, consumo discrecional tuvo un rendimiento negativo en un contexto de desaceleración del consumo y el desafiante escenario para esta industria en 2023. La dinámica sigue enmarcada por un entorno de incertidumbre sobre el proceso constitucional, la discusión de reformas relevantes como la previsional y tributaria, el ciclo inflacionario en Estados Unidos y las restricciones de Covid en China. Finalmente, el gran descuento que presentan las compañías del índice frente a su historia refrenda el gran atractivo del mercado local.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Se mantiene la preferencia por los sectores de materiales, telecomunicaciones/TI y ciertos papeles de consumo básico con mayor exposición a supermercados. En materiales vemos acciones con buenos fundamentos y con fuerte exposición a la fortaleza que está mostrando el dólar, mientras que en telecomunicaciones/TI vemos buenas dinámicas de crecimiento que podrían materializarse en resultados positivos en los siguientes trimestres. Por otra parte, supermercados ofrece una mayor resiliencia de cara a un ambiente más desafiante hacia 2023, sumado a descontadas valoraciones. Este posicionamiento se enmarca en un mercado local que presenta atractivos niveles de descuento en su valoración actual.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Consumo básico	N	N
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	UW	UW
Financiero	N	N
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	N
Materiales	OW	OW
Telecomunicaciones	OW	OW
TI	N	N
Utilities	UW	UW





## PERÚ

**Materias primas dando soporte.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según datos del BCRP, en septiembre del 2022 el PIB creció 1.7% interanual y acumuló un crecimiento de 2.9% en el año. En el mes, el PIB no primario registró una expansión de 2.3% asociado a la mayor actividad de todos los sectores: electricidad, agua y gas (4.6%), construcción (3.1%), comercio (2.1%) y servicios (2.7%). En tanto, las principales caídas vinieron de los sectores de hidrocarburos (-15%) y pesca (-9.3%). Finalmente, el sector privado prevee un crecimiento de 2.4% para el 2023, siendo el sector de minería quien lideraría el crecimiento debido al inicio de operaciones de Quellaveco.

### INFLACIÓN

La inflación interanual disminuyó de 8.53% en septiembre desde 8.28% en octubre. Por otro lado, la inflación sin alimentos y energía aumentó de 5.51% en septiembre a 5.72% en octubre. Los aumentos de precios con mayor incidencia en la inflación en octubre corresponden al sector de transporte, alimentos y servicios. Por el contrario, las expectativas de inflación a 12 meses se reducen por cuarto mes consecutivo de 4.89% en septiembre a 4.78% en octubre. Finalmente, se mantiene la expectativa de retornar al rango meta (1%-3%) en el segundo semestre del 2023.

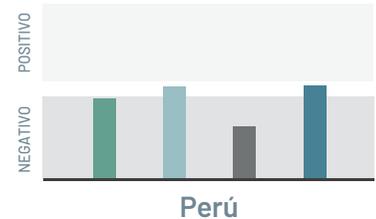
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En noviembre, el BCRP aumentó su tasa de referencia de 7.00% a 7.25%, manteniendo la política monetaria contractiva para hacer frente a la inflación y a sus expectativas, las cuales se ubicaron en 8.45% y 4.78% respectivamente, muy por encima del rango meta (1%-3%). Se proyecta que se retorne al rango meta en el segundo semestre del 2023, debido a la moderación de los precios internacionales de alimentos y energía. Finalmente, se espera que en la reunión de diciembre, el BCRP suba su tasa de referencia en 25pbs y se ubique al cierre de año en 7.50%.

### TIPO DE CAMBIO

Al cierre de noviembre, el sol se apreció en 3.41% debido a un sentimiento más optimista en los mercados, que favorece a monedas riesgosas como las de mercados emergentes. Al cierre de mes, el tipo de cambio alcanzó un nivel de S/ 3.85 y se espera que a fines de año se encuentre en niveles de S/ 3.80 - S/ 3.90. En lo que va del año, el BCRP ha efectuado ventas *spot* en mesa de negociaciones por US\$ 1,226 millones para hacer frente a la volatilidad del tipo de cambio.

### MONITOR POLÍTICO



■ Situación fiscal ■ Situación política  
■ Situación social ■ Fortaleza institucional

El monitor político se construye con base en 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.

### EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	2,0%	2,7%	6,7%
INFLACIÓN	7,6%	7,9%	8,1%
TPM	7,25%	7,50%	7,75%
FX	3,78	3,85	4





## RENDA FIJA LOCAL

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se apreció 73pbs en promedio. La apreciación de la curva se dio gracias a una mayor demanda por activos riesgosos, impulsada por un mayor optimismo en los mercados globales. Asimismo, otro factor que contribuyó a la apreciación de la curva fue la recompra de bonos soberanos que empezó a realizar el BCRP para dar liquidez al mercado. En ese sentido, la curva, que ya se encontraba plana, no sufrió cambios relevantes en su pendiente, sino que se observó un cambio paralelo en el nivel de los rendimientos de los bonos.

RENDA FIJA	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW

### DURACIÓN

La estrategia de duración se mantiene neutral, debido a que en el ámbito internacional aún se esperan algunas subidas de tasas que podrían ser incorporadas en la curva local. Asimismo, existen riesgos políticos locales, que podrían terminar en una suspensión de Pedro Castillo o en un cierre del Congreso, lo cual podría tener un impacto en la curva soberana local. En ese sentido, mantenemos preferencia por la parte corta y media de la curva.

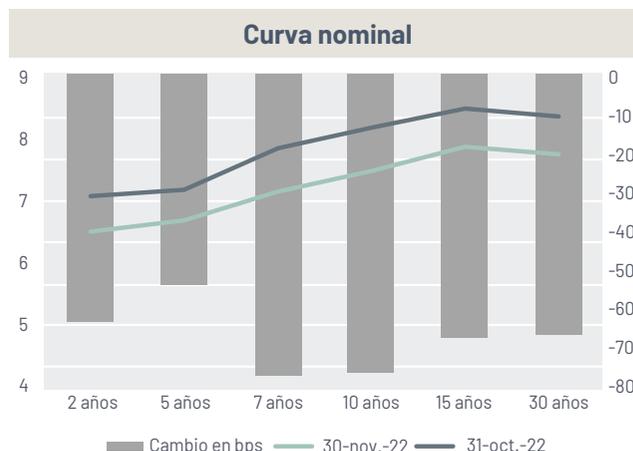


### CURVA

Nuestra perspectiva sobre la curva continúa siendo de aplanamiento, pues la parte corta de la curva ya habría llegado a su techo. Adicionalmente, esperamos que, de acuerdo a las expectativas, el crecimiento económico del país se mantenga en niveles bajos para fines del 2022 y 2023, lo cual haría que la parte larga de la curva se encuentre anclada. Asimismo, en el último mes, el BCRP inició el proceso de recompra de algunos puntos de la curva soberana local para dar liquidez al mercado, esto hizo que tenga un movimiento paralelo hacia abajo, manteniendo el *flattener* de la curva.

### CORPORATIVOS

Los *spreads* corporativos locales vienen ampliándose ligeramente (entre 10pbs - 15pbs) por encima de donde suelen operar algunos emisores. Asimismo, continuamos viendo mayor actividad en el mercado primario, sobre todo en emisiones del tramo corto de la curva (1 año), ya que es donde se refleja el nivel actual de la política monetaria. En ese sentido, debido a que nos encontramos cerca al techo de inflación y política monetaria, sumado al *spread* de los bonos corporativos, vemos niveles interesantes donde se puede ir tomando posición.





## RENTA VARIABLE LOCAL

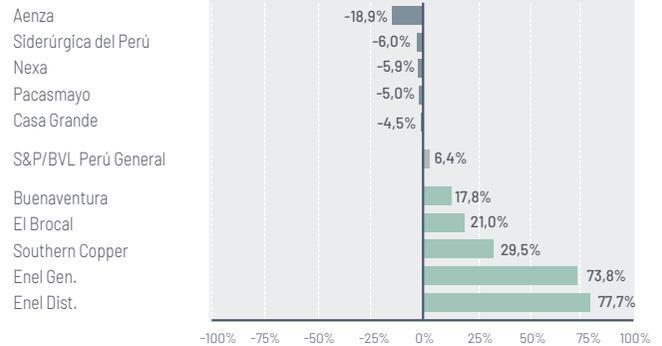
### ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de noviembre, la BVL tuvo un rendimiento positivo de 7.1% en moneda local, explicado por una mayor liquidez en el mercado y el buen rendimiento de las compañías eléctricas. En cuanto a este último punto, el sector de *utilities* mostró el mejor rendimiento (+43.6%) debido al anuncio del Grupo Enel sobre la venta de sus operaciones en Perú y Argentina para finales de 2023. El sector minero tuvo el segundo mejor rendimiento (+18.3%) explicado por una mejora en los precios de los metales como el oro (+7.5%), cobre (+8.8%) y zinc (+7.3%). El sector de consumo tuvo un rendimiento positivo (+2.6%), ligado a programas de recompra de acciones y un mercado laboral resiliente pese a las presiones inflacionarias. Finalmente, los sectores de construcción e industrial mostraron un retorno plano después del buen rendimiento observado en octubre.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Nuestra posición permanece sin muchos cambios a nivel sectorial. Mantenemos nuestra exposición en segmentos defensivos capaces de sobrellevar un escenario de desaceleración económica. En ese sentido, aumentamos nuestra exposición a la actividad interna a través de sectores de consumo básico e industrial. Además, hemos elevado nuestra posición en compañías de sector financiero debido al contexto de altas tasas de interés y dinámicas favorables en la demanda de crédito. Por otro lado, mantenemos nuestra posición en compañías mineras priorizando aquellas que puedan beneficiarse de altos precios en algunos metales (tanto base como preciosos) y con proyectos que hayan ingresado recientemente o estén cerca de iniciar operación comercial. Cabe mencionar que nos mantenemos atentos a los cambios relevantes en el ambiente político relacionado a procesos de vacancia presidencial y adelantos de elecciones.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	OW	OW
Industrial	OW	OW
Materiales	N	N
Minería	N	N
Utilities	UW	UW





## COLOMBIA

**Pese al ruido político, buen desempeño de los mercados.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Conocimos el dato de crecimiento económico para el 3T22, el cual se ubicó en 7.0% a/a, por encima de lo esperado por el mercado (6.6% a/a). A pesar de que este resultado se explicó por la demanda interna, específicamente por la inversión, el consumo de los hogares presentó una desaceleración, indicando que la política contractiva por parte del Banrep está siendo efectiva. En adelante, esperamos que el crecimiento económico se estabilice por una desaceleración en el consumo privado, sumando a una alta base de comparación, debilidad de la moneda y condiciones financieras más estrechas.

### INFLACIÓN

En octubre, la inflación presentó una variación mensual de 0.72%, por encima de las expectativas del mercado que esperaba un 0.64%. El rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas continúa siendo el principal contribuyente, este mes con 0.23%; le siguió el rubro de transporte, que contribuyó 0.13% en el mes. Las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, influenciadas por el comportamiento de la moneda y los precios de las materias primas.

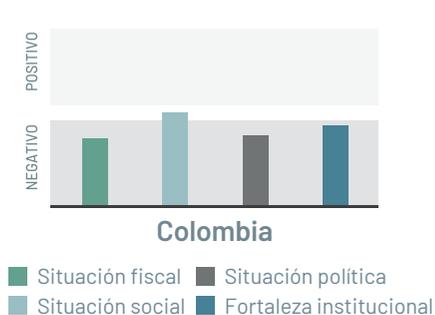
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la última reunión del mes de octubre, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 100pbs para situarla en 11%, en línea a lo anticipado por el mercado. Dicha decisión tuvo en cuenta las persistentes presiones inflacionarias y una actividad económica que sigue mostrando fortaleza para este año. Esperamos que el ciclo contractivo continúe en las próximas reuniones, con una tasa de intervención cercana al 12%, para final de año.

### TIPO DE CAMBIO

En noviembre, el peso colombiano presentó una apreciación de alrededor de 2.14%, primer mes que presenta un comportamiento positivo desde junio de este año, y después de tocar máximos históricos en octubre. Dicho comportamiento estuvo explicado por dos factores: (1) mayor apetito por riesgo dada la expectativa de apertura en China y (2) dato de crecimiento sorprendiendo al alza. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga por las decisiones del Banco Central, comentarios controversiales del Gobierno y la tendencia económica global.

### MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye con 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.

### EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	0,9%	7,5%	8,1%
INFLACIÓN	10,1%	11,3%	12,7%
TPM	11,50%	11,75%	12,00%
FX	4400	4950	5100





## RENTA FIJA LOCAL

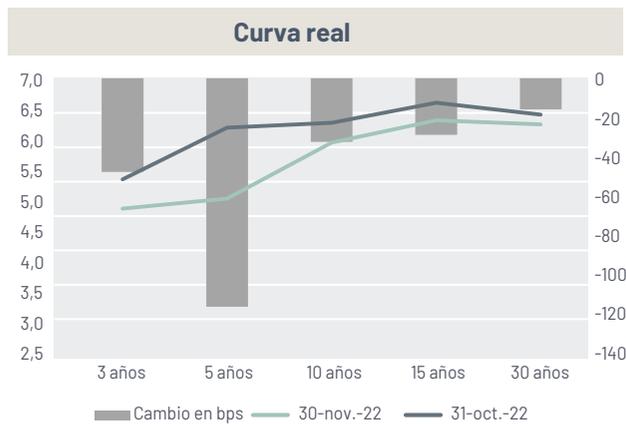
### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En noviembre experimentamos un mercado local más sereno a cuenta de una disminución en la volatilidad, mayor apetito por los activos y caídas en las curvas soberanas. Adicionalmente, se conoció el dato de inflación de octubre, el cual ubicó el indicador en 12.22% anual. Resaltamos que para el consenso de los analistas este sería el techo de inflación; sin embargo, de no ser así, las variaciones esperadas para los meses de noviembre y diciembre serían marginales.

RENTA FIJA	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Duración	N	N OW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	N	N

### DURACIÓN

Mantenemos una visión de neutralidad en duración; sin embargo, respecto al desempeño del último mes, la moderación en los comentarios por parte del Gobierno y los datos económicos, han incrementado el apetito por activos locales de mayor plazo, por lo cual, favorecemos aumentos graduales de duración sobre los títulos que hacen parte del *belly* de la curva nominal con el fin de aprovechar las valorizaciones que se han venido presentando.



### CURVA

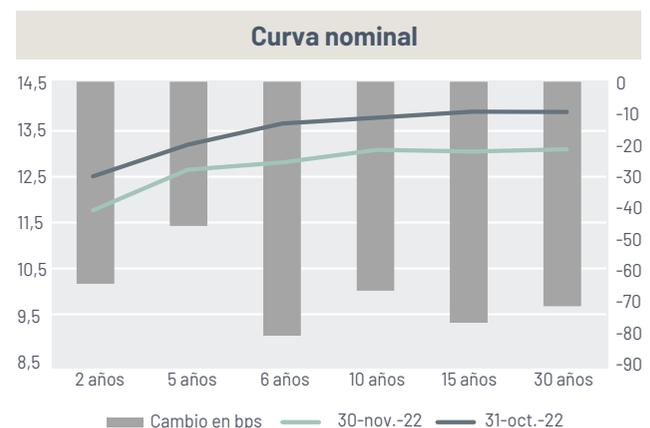
La curva nominal presentó ganancias promedio de 70pbs; por su parte, la curva real se ha aplanado un poco, pasando su pendiente de 10 a 2 años de 529pbs a 494pbs, con desvalorizaciones en promedio de 12pbs en la parte corta y revalorizaciones de 20pbs para la parte media y larga. La curva OIS está descontando un movimiento de 50pbs en la TPM para la reunión de diciembre, pero el consenso de analistas espera un movimiento de 100pbs que ubique la TPM sobre 12%.

### CORPORATIVOS

Mantenemos la preferencia por deuda corporativa dado los altos niveles de *spread* respecto a la deuda soberana. Durante el último mes los *spreads* corporativos continuaron ampliándose, ubicándose en promedio sobre 450pbs, esto debido a las continuas captaciones por parte de las entidades financieras en respuesta al calce del activo y pasivo en cumplimiento del CFEN, lo que no ha permitido revalorizaciones en las curvas corporativas.

### REAL VS. NOMINAL

Continuamos con la preferencia por instrumentos indexados para plazos de tenencia que vayan hasta 1.5 años, sin embargo, la preferencia para plazos mayores cambia a neutralidad dado el efecto base de los índices de precios y la visión de que posiblemente estamos cerca del máximo de inflación, lo que podría llevar a su pronta desaceleración, favoreciendo la tenencia de deuda nominal para plazos más largos.





## RENTA VARIABLE LOCAL

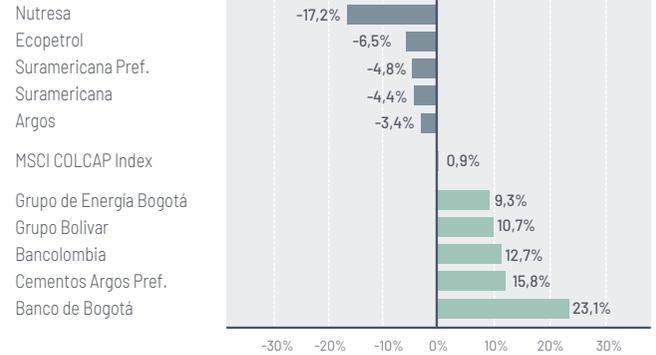
### ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de noviembre el mercado local presentó un comportamiento muy estable de 0.9% m/m en moneda local y similar en dólares (+0.4%); un resultado intermedio entre el buen desempeño de Perú, México y Chile, y el ligero retroceso de Brasil. A nivel interno en Colombia, este comportamiento se explica en buena parte por eventos corporativos, donde el resultado desierto en la OPA de Nutresa compensó el comportamiento positivo que se presentó tanto en el sector financiero (+4% m/m) como en el sector de servicios públicos (+5% m/m). Adicionalmente, el sector de *oil & gas* presentó un rendimiento negativo de 6% m/m gracias a la salida de Ecopetrol del índice MSCI y la poca claridad que el Gobierno ha dado sobre la continuidad de la exploración petrolera en Colombia.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Continuamos con el sesgo positivo en el sector *oil & gas* producto de una dinámica favorable en el precio de los *commodities*, la devaluación del COP que favorece las exportaciones y dividendos atractivos para el primer semestre del 2023; y en el sector financiero por cuenta del buen comportamiento de los márgenes de intermediación y la fuerte demanda de crédito, liderada por los segmentos de consumo y corporativo. Por su parte, tanto el segmento de servicios públicos (*utilities*) como el de consumo, siguen siendo los de menor convicción dado el bajo descuento relativo que presenta frente a otros sectores de la muestra.

### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

### EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Energía	OW	OW
Materiales	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Consumo básico	UW	UW
Financiero	OW	OW
Telecomunicaciones	N	N
Utilities	UW	UW





## URUGUAY

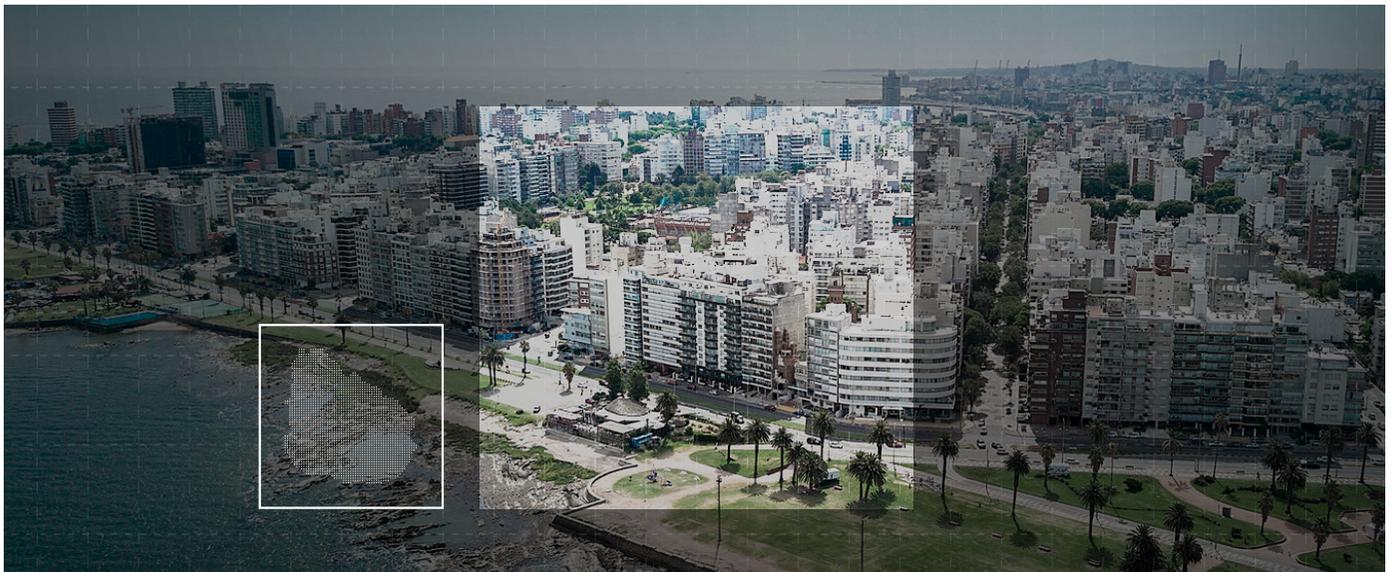
**Gobierno subraya su compromiso por el cuidado y protección ambiental.**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

Las expectativas respecto del desempeño de la actividad económica se moderan, en línea con un mayor deterioro de la demanda externa y un mercado laboral que se estanca. Sin embargo, en términos históricos, las perspectivas en cuanto al clima de negocios se mantienen elevadas y permiten ser optimistas hacia adelante. Paralelamente, algunos indicadores empiezan a mostrar debilidad en el nivel de actividad. La mediana de la encuesta de expectativas que releva el Banco Central del Uruguay para 2022 se corrigió al alza desde 5.15% a 5.22%, y se mantuvo estable para 2023 y 2024, en 3% y 2.5%, respectivamente.

### INFLACIÓN

El índice de precios avanzó 0.21% en octubre, dejando la inflación anual en 9.05%. Estos registros se ubicaron por debajo de las expectativas del BCU. La inflación interanual varió de 9.95% a 9.05%; esta moderación en la inflación se explicó principalmente por el componente residual, destacando la caída en el precio de la carne. Las expectativas de inflación para 2022 se mantuvieron en niveles de 9%, mientras que para 2023 se ajustaron al alza de 7.3% a 7.45%. Las expectativas de inflación continúan significativamente alejadas de los límites del rango meta que a partir de septiembre se redujeron a 3%-6%.



### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 15 de noviembre tuvo lugar el Comité de Política Monetaria, donde el Banco Central del Uruguay decidió un aumento de la Tasa de Política Monetaria en 50pbs, llevándola a 11.25%, en línea con lo anunciado en la reunión de octubre. A su vez, el BCU anticipó un incremento adicional de 50pbs para la última reunión del año. Con esto, la pretensión es alcanzar niveles de tasas consistentes con la convergencia de la inflación y las expectativas hacia el rango meta.

### TIPO DE CAMBIO

El mes se caracterizó por una tendencia a la baja en el dólar, comenzando en niveles de 40.5 y finalizando en 39.4 UYU/USD. Este comportamiento del dólar a nivel local contrastó con el comportamiento que registró la divisa norteamericana a nivel internacional, explicado por un mayor apetito por el riesgo, que no fue capturado por los activos brasileños a cuenta de los riesgos fiscales que se presentaron.





## RENDA FIJA LOCAL

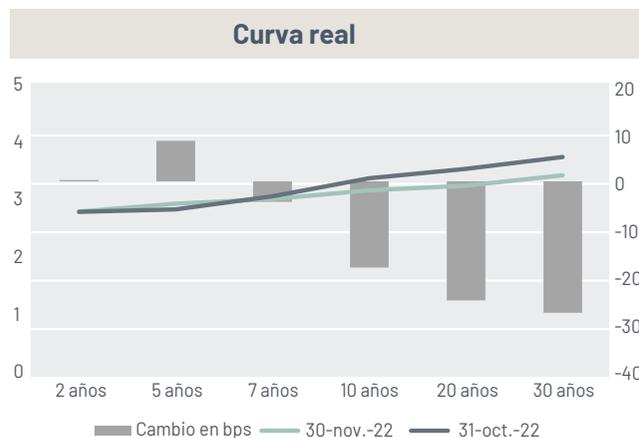
### DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Siguiendo el comportamiento de los mercados globales, los activos de renta fija del mercado local tendieron a revalorizarse, a partir del dato favorable de inflación de octubre en los EE. UU., la posibilidad de subidas de menor magnitud por parte de la FED y la intención de las autoridades chinas de flexibilizar las medidas de restricción anti-Covid. Ante estas buenas noticias, las condiciones financieras se relajaron y los activos de más largo plazo fueron los que más se beneficiaron del cambio en las expectativas. Así, las tasas de corto plazo se mantuvieron estables, mientras que las de largo plazo se experimentaron descensos.

RENDA FIJA	DICIEMBRE	NOVIEMBRE
Duración	UW	UW
Curva	N	N OW
Reales vs. Nominales	UW	UW

### DURACIÓN

El nivel de tasas que se alcanzaría con la subida de 50pbs en la reunión del COPOM de diciembre parece coherente con la brecha que existe entre las expectativas de inflación y el objetivo de política monetaria. Si bien las expectativas de inflación podrían ajustarse levemente a la baja en el corto plazo, una potencial caída en la productividad derivada del relajamiento fiscal y de los ajustes colectivos de salarios, dificultarían una instancia expansiva de la política monetaria en el mediano plazo, razón por la cual preferimos un posicionamiento *neutral-OW*.



### CURVA

Los temores de entrar en recesión global favorecen los posicionamientos en renta fija al ser una clase de activo más defensiva en este tipo de entornos. Posiblemente, estos temores de recesión puedan ser acompañados por un consiguiente pivoteo de la política monetaria a nivel global y local, favoreciendo así posicionamientos de mayor duración, mientras las tasas cortas continúan avanzando y profundizando la inversión de la curva.

### NOMINALES VS. REALES

Los instrumentos de tasa nominal continúan ofreciendo las mejores perspectivas de retorno en el corto plazo, no solo por las bajas lecturas de inflación que se esperan para lo que resta del año y el contraste que presentan respecto a la inflación implícita que ofrecen los instrumentos en UI, sino también por la posibilidad de un cambio en las expectativas, que lleve al mercado a descontar una instancia expansiva de la política monetaria, dada la necesidad de recuperar competitividad a través del tipo de cambio.



Las opiniones y expresiones contenidas pueden ser modificadas sin previo aviso. El resultado de cualquier decisión de inversión u operación financiera realizada con el apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad del cliente.

