

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

Enero 2023

One House View

Reanudación del *bear market*

Contenido

1 | Resumen de la estrategia 

2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 

Uruguay 



Ingresa a la **sección Perspectivas** de nuestro sitio web y entérate de los análisis de mercado más recientes.

www.sura-im.com/perspectivas

1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Visión global y posicionamiento

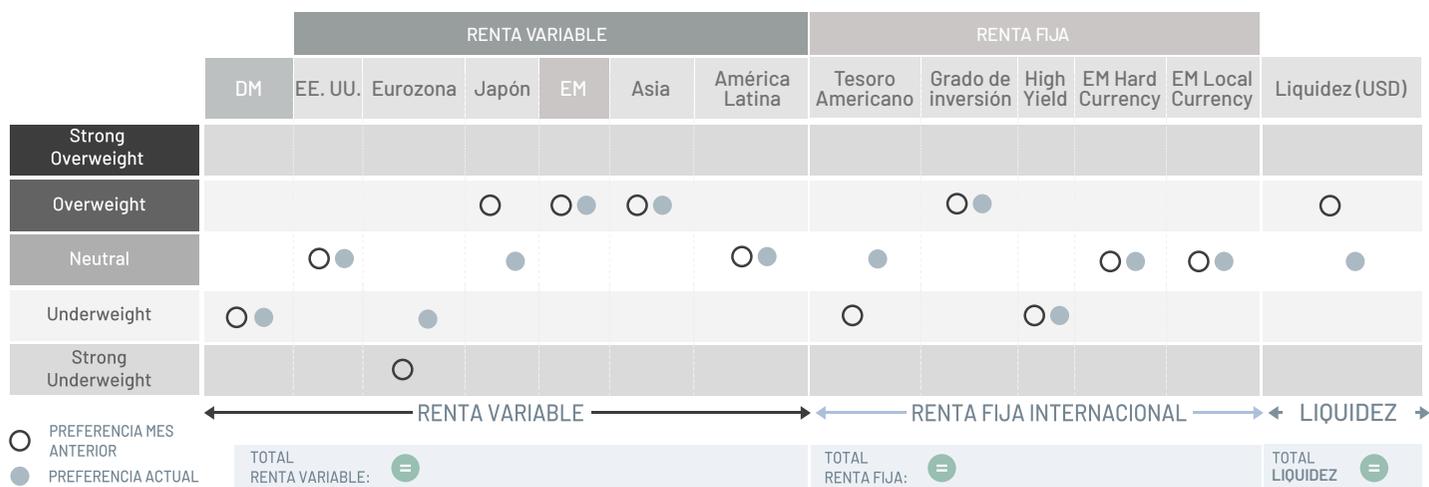
El rally observado desde mediados de octubre concluyó en diciembre. A principio de mes, el mercado de bonos le dio la

bienvenida a la lectura de inflación en Estados Unidos, cuyo resultado estuvo por debajo de las expectativas. En consecuencia, las tasas de los tesoros continuaron con una tendencia bajista, hasta tocar 3.4%, y la renta variable fluctuó. No obstante, el sentimiento de mercado se dio vuelta luego de la última reunión de la Reserva Federal, en donde se mantuvo el fuerte enfoque contra-cíclico y se ajustaron las expectativas de inflación y tasa terminal para 2023. En consecuencia, las tasas retomaron la tendencia alcista y el sentimiento negativo en la renta variable volvió a dominar.

En medio de esto, y con una FED estimando una tasa para fin del 2023 en 5% (en línea

con nuestras expectativas) creemos que es momento de ir cerrando nuestro corto en duración. Algo más de presiones alcistas podrían persistir, pero al menos para el primer trimestre de este año que comienza, los riesgos parecen estar más inclinados a la baja y el carry tan atractivo de los instrumentos de deuda son difíciles de ignorar para nosotros.

En la renta variable mantenemos el neutral, pero hemos cerrado nuestro largo en Japón, tras anuncios contra cíclicos por parte del Banco Central que pueden llevar a mayor fortaleza de la moneda, que históricamente ha estado negativamente correlacionada con las expectativas de utilidades.



Visión de Latinoamérica y posicionamiento

Mantuvimos nuestra cartera latinoamericana sin cambios para este mes. Continuamos prefiriendo Chile y México, el primero dado valorizaciones atractivas y avances en las negociaciones de una nueva Constitución que reducen la posibilidad de un texto radical; en cuanto al segundo, la relativa estabilidad política y el *nearshoring* son sus puntos más fuertes. Colombia y Perú fungen como financiadores por una alta incertidumbre política que sigue afectando la confianza de los inversionistas. Por último, mantenemos un neutral en Brasil, pues a pesar de estar en medio de un cambio de Gobierno, las tendencias macroeconómicas han sorprendido positivamente a los analistas.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Señales mixtas en EE. UU., endurecimiento en Japón

La inflación norteamericana se desaceleró en noviembre a 7.1% anual, dando señales de que el fuerte apretamiento monetario de la FED está finalmente rindiendo frutos. Lo que nos indican hoy los datos adelantados de actividad y precios es que esta tendencia a la baja debiese continuar, incluyendo aquellos componentes de inflación más rígidos que continúan al alza.

La respuesta de la renta fija al resultado de inflación fue bastante positiva. Durante las primeras semanas de diciembre, las tasas de los tesoros en EE. UU. continuaron con una tendencia bajista, tocando el 3.4%. En nuestra opinión, un número bastante bajo dada las condiciones actuales del mercado, que mejoran, pero siguen estando estrechas.

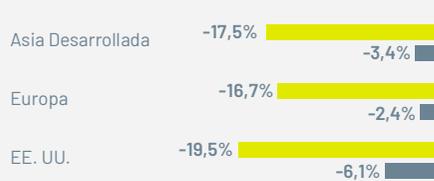
No obstante, el sentimiento de mercado se dio vuelta tras la última decisión de la Junta de la Reserva Federal, en donde se mantuvo el fuerte enfoque contra-cíclico y se ajustó al alza las expectativas de inflación y de tasa terminal. En consecuencia, las tasas soberanas retomaron la tendencia alcista (hoy se encuentran en 3.9% para los tesoros de 10 años) y el sentimiento negativo en la renta variable se acentuó.

En medio de esto, y con una FED estimando una tasa terminal para el 2023 en 5.0%, en línea con nuestras expectativas, creemos que es el momento de ir cerrando nuestro corto en duración. Aunque las presiones alcistas podrían persistir, al menos para el 1T23 creemos que el balance de riesgos para la duración es ligeramente favorable, al tiempo que el *carry* de los instrumentos de deuda mantiene su enorme atractivo.

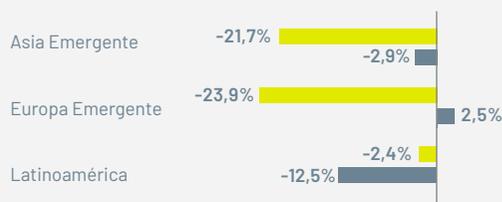
En la renta variable, mantenemos el neutral a nivel generalizado. Sin embargo, hemos cerrado nuestro largo en Japón Hedge. El Banco de Japón (BoJ) en su reunión de política, anunció que va a permitir que la *yield* de 10 años fluctúe en un rango más amplio (0.5% cuando antes era 0.25%), sorprendiendo al mercado. Este puede ser el inicio del fin del control de curvas que mantiene el BoJ, abriendo la puerta a más cambios y endurecimiento monetario.

La visión fundamental en Japón sigue siendo positiva: la apreciación del yen suele jugar en contra de las utilidades corporativas, pero esto se da normalmente en escenarios deflacionarios y con demanda débil, lo que actualmente no se está dando, por lo que las empresas encontrarán espacio para seguirse beneficiando por la mayor inflación y la recuperación de la economía. Sin embargo, no descartamos días de alta volatilidad mientras los agentes del mercado digieren las noticias del Banco Central. Con esto, preferimos tácticamente cambiarnos a un neutral, financiado a través de Europa, donde los fundamentales se mantienen negativos, pero el mercado podría tener un respiro mientras la inflación se siga desacelerando y los niveles de inventarios de gas natural continúen por encima del promedio histórico.

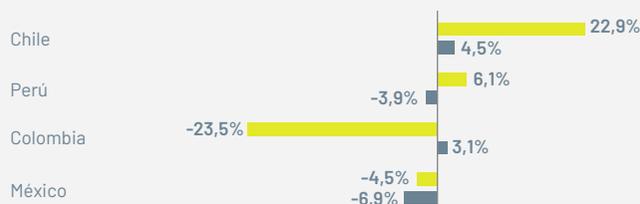
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Alta volatilidad continúa marcando el comportamiento de la región, principalmente por factores políticos

Los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento negativo el mes de diciembre, retrocediendo un 5.5% (ILF). Lo anterior estuvo explicado principalmente por el mercado brasileño que, tras la aprobación de mayor gasto fiscal (alrededor del 2% del PIB para 2023) y el nombramiento de su gabinete, presenció una fuerte reacción negativa en bolsa y moneda, a cuenta de la vulnerabilidad de las cuentas fiscales de aquel país y la incertidumbre que genera un gabinete sin perfiles técnicos. Tampoco ayudó el pobre desempeño de la bolsa mexicana y la depreciación del peso mexicano en el mes.

En México, el crecimiento del PIB podría ser de 3% en 2022 gracias al buen dinamismo del consumo externo. Para 2023, el crecimiento podría verse afectado por una recesión en EE. UU., pero ello dependerá de su profundidad. Sobre la inflación, a días de la cifra final, se estima que en 2022 se alcanzó un nivel apenas superior a 8%, pero que debería descender materialmente en el nuevo año en curso. Este hecho daría argumento al Banco Central para ajustar a la baja su trayectoria de endurecimiento de política monetaria, pero sin perder el diferencial de tasas respecto a la FED; esto por su lado, junto con el buen ritmo de ingreso de remesas, podría mantener cierta lateralidad en el tipo de cambio.

En Chile, durante diciembre, se logró un acuerdo para iniciar un nuevo proceso constitucional, después de varios meses de negociaciones. En general, este proceso está mejor estructurado que el anterior, pues la redacción será llevada a cabo por una mezcla entre expertos, congresistas y ciudadanos. Adicionalmente, se definieron 12 pilares constitucionales que se deberán incluir en la redacción de la nueva Constitución, y que tienen como propósito salvaguardar ciertas funciones e instituciones de Gobierno, como son el Banco Central, el congreso bicameral, estado descentralizado, etc. Lo anterior, reducirá el riesgo de propuestas extremistas.

En Perú, el BCRP revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento económico para 2022 y 2023, dejándolo en 2.9% para ambos periodos. La caída se debe a menor producción minera en el 2022 y a la contracción de la inversión pública por el cambio de autoridades regionales y municipales en el 2023. Por su parte, la inflación aumentó 17pbs de octubre a noviembre, llegando a 8.45% en el último mes. Se mantiene por encima del rango meta, pero por debajo del techo de junio de 8.81%. Se espera el retorno al rango meta en el cuarto trimestre del 2023. Además, el BCRP elevó la tasa de referencia a 7.50% continuando así con los ajustes de política monetaria en su lucha contra la inflación.



En Colombia, el Gobierno publicó el Plan Financiero para 2023, en donde se muestran sus nuevas expectativas. En resumen, el Ministerio de Finanzas espera un menor crecimiento económico para este año (1.3%), un mayor dato de inflación (9.9%) y mantuvo la expectativa del Brent (petróleo) en 94 dólares el barril. Por otro lado, también se incrementó la expectativa de ingresos por la Reforma Tributaria y se espera una leve reducción en el déficit fiscal. El tono del documento sugiere que el Gobierno mantendrá su austeridad en el manejo de las cuentas fiscales del país.

En Uruguay, el Banco Central dio a conocer las cifras de actividad económica del tercer trimestre del 2022. El Producto Interno Bruto registró una variación levemente negativa (-0.1%) respecto de los niveles del segundo trimestre, pero se situó en 3.7% arriba de los niveles del tercer trimestre de 2021. En la comparación interanual, los sectores que más contribuyeron al crecimiento económico del tercer trimestre fueron el de restaurantes (+10%), construcción (+8%), transporte (+7%). A su vez, los servicios financieros también contribuyeron positivamente al avance de la actividad económica.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Su estabilidad política, en comparación a sus pares, le favorece

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El consenso de especialistas pronostica una expansión económica para México de 3% durante 2022 y de sólo 1.5% en 2023. En 2022, el crecimiento se explica principalmente por el incremento en las exportaciones, gracias a la solidez de las cifras de consumo y empleo en EE. UU. Por otro lado, y a pesar de que una recesión en EE. UU. podría impactar el dinamismo económico en México, las disputas entre el vecino del norte y China apuntan a mayor demanda de productos originados en México (*nearshoring*).

INFLACIÓN

La inflación durante la primera mitad de diciembre se ubicó en 7.7%; sin embargo, se pronostica que la cifra de todo 2022 se ubique por encima de 8%, dado que el índice de precios subyacente no muestra indicios de desaceleración. Para 2023 la expectativa es más alentadora al respecto, pero explicada por una probable recesión y destrucción de demanda, al estimarse un descenso a 5%. Esta cifra aún está por encima del rango objetivo del Banco Central local, el cual se espera conseguir hasta 2024.

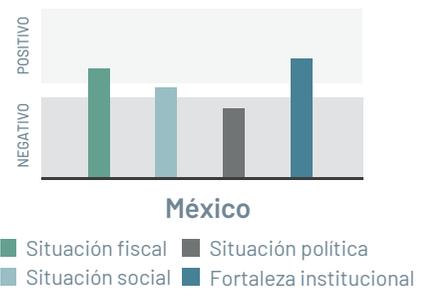
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La tasa de política monetaria en México cerró 2022 en 10.50% como se esperaba, la más alta registrada. Si bien la inflación aún se encuentra por encima del rango objetivo de Banxico, ha dado indicios de inflexión, hecho que reduce la presión del Banco Central en la postura restrictiva que ha adoptado desde 2021. A pesar de que se pronostica que la inflación podría alcanzar niveles cercanos a 5% este año, los ajustes a la baja en la tasa de fondeo no se darían con la misma rapidez, cerrando el año en 10.25% según arrojan encuestas recientes.

TIPO DE CAMBIO

La Reserva Federal decidió incrementar durante diciembre su tasa de referencia llevándola a 4.25% - 4.50%. A pesar de que la inflación en aquella economía ha comenzado a descender, se estima que durante 2023 la FED seguirá con incrementos en su tasa de política monetaria. De mantenerse el diferencial de tasas entre bancos centrales, así como el flujo de remesas, el peso podría seguir mostrando resiliencia; aunque una recesión le afectaría gravemente. Parte de ello explica un pronóstico pesimista para el MXN en el cierre del nuevo año, al ubicarlo en 20.80.

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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,6%	2,9%	3,1%
INFLACIÓN	6,7%	8,5%	8,7%
TPM	10,50%	10,75%	11,25%
FX	19,30	20,00	22,50





RENDA FIJA LOCAL

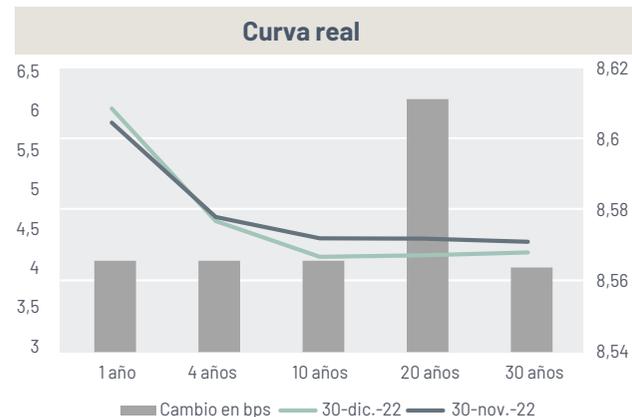
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el último mes del año, y a pesar de la volatilidad que causó la última decisión de política monetaria de la Reserva Federal, las curvas nominal y real locales mostraron una dinámica casi generalizada de descensos. En el primer caso, los bonos nominales por encima del vencimiento de un año reportaron caídas promediando 16pbs. Por su parte, la curva de papeles ligados a inflación, con excepción de sus dos vencimientos más cortos, bajaron 15 puntos en promedio. Con una relativa estabilidad en inflación y tasas, la renta fija muestra atractivo.

RENDA FIJA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	OW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	N

DURACIÓN

Es probable que la inflación se mantenga elevada, aunque con un sesgo a la baja durante 2023 (5% esperado). Por otro lado, el crecimiento se verá afectado por un ciclo de desaceleración y restricción de liquidez, pero beneficiado por el reacomodo de la inversión global y las manufacturas. Esto provocará incertidumbre respecto del crecimiento en México. La política monetaria está en terreno restrictivo y cerca del techo de tasas, mientras la curva local es atractiva por el diferencial de tasas respecto a otros mercados emergentes. Con esto, se pasa de un posicionamiento neutral a ligera sobreponderación en duración.



CURVA

La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo, y las expectativas del mercado se ajustan constantemente con los datos de inflación y las expectativas de entrada de inversión extranjera. La reapertura comercial de Asia, aunque con beneficios de crecimiento en términos globales, pudiera ser negativa para la expectativa de crecimiento local. Por lo que, aunque en el corto plazo esperamos curvas invertidas o planas, el riesgo de un ajuste hacia empinamiento se espera cada vez más próximo. Mientras tanto, se mantiene un posicionamiento con visión de aplanamiento.

CORPORATIVOS

En diciembre, se alcanzó un monto por colocaciones de MXN 11,800 millones. Esta cifra, respecto al mismo mes del 2021, fue menor. Los *spreads* de crédito de corporativos y bancos se han comprimido excesivamente por el efecto de alta liquidez y poca oferta. Mantenemos interés por capturar *carry* en emisores que diversifiquen la cartera, así como un enfoque muy selectivo en el mercado de crédito local con opción a emisores globales. Por lo anterior, mantenemos una ligera sobreponderación en este tipo de instrumentos.

REAL VS. NOMINAL

La inflación esperada por los analistas para 2022 y 2023 se ha venido ajustando a la baja esperando 8% y 5%, respectivamente. La presión en precios por factores externos se mantendrá probablemente durante todo el primer semestre de 2023, particularmente en servicios y alimentos. Con esto, los udibonos disminuyen su atractivo como estrategia defensiva, y se vislumbran oportunidades en tasas nominales de mayor vencimiento. Ante esto, el posicionamiento pasa a neutralidad desde una sobreponderación en tasas reales.





RENTA VARIABLE LOCAL

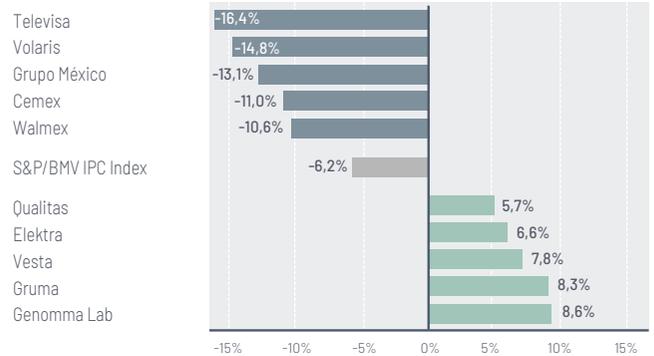
ANÁLISIS DE MERCADO

El IPyC cayó 6.23% en diciembre, en línea con el desempeño del S&P 500 que cedió 5.22%. El mal desempeño de los mercados accionarios vino explicado por dos factores: (i) señales de una tasa terminal más alta de la FED pese a que los datos de inflación en ese país mostraron señales de desaceleración en octubre y noviembre y, (ii) altas cifras de contagio de COVID en China, que podrían poner en riesgo su reapertura económica. En este contexto los sectores que sobresalieron en el mes fueron consumo básico y real estate, destacando Gruma y Vesta, ambas con una exposición muy importante a USD en su estructura de ingresos. Los sectores que tuvieron mayor caída en el mes de diciembre fueron materiales con CEMEX y GMÉXICO; aeropuertos con GAP y OMA también cedieron.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa mexicana está transando a 12x P/U 2023, un múltiplo que está descontado 1x desviación estándar respecto a su historia. El índice se ve barato a pesar de que las revisiones de utilidades en los últimos 3 meses han sido negativas (-4.5%). Aunque reconocemos que hay mercados más descontados en Latam (Chile o Brasil), México ofrece una buena combinación de negocios defensivos (alta concentración de empresas telecom y de consumo básico), y menor incertidumbre política, en un contexto donde en el 2022 ganaron en la región candidatos populistas que podrían presionar el gasto fiscal en sus respectivos períodos.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	DICIEMBRE	ENERO
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	UW	UW
Industrial	UW	UW
Real Estate	UW	UW
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
Health Care	OW	OW





CHILE

Avance en el proceso de una nueva Constitución reduce incertidumbre

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de noviembre muestra una caída de 2.5% respecto a igual mes del año anterior, completando 3 meses consecutivos de datos a la baja. Las principales caídas fueron en comercio e industria manufacturera. Con respecto al mes anterior, la minería sufrió la caída más importante. En su último IPoM, el BCCh comentó que se tendría un crecimiento para 2022 entre 1.75% y 2.25%, mientras que para 2023 se espera un rango de -0.5% y -1.5%.

INFLACIÓN

La inflación 12 meses se situó durante noviembre en 13.3%, algo mayor al mes anterior debido a una sorpresa al alza en el último dato. Las expectativas *forward* continúan 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, esperando que converja a la meta del 3% en 2024.

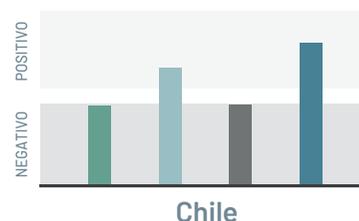
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria, realizada en diciembre, el Banco Central de Chile mantuvo la tasa de referencia en 11.25%, nivel máximo del ciclo iniciado en julio de 2021. El mercado estima se mantenga en estos niveles por unos meses a la espera de datos de inflación que muestren niveles menores a meses anteriores, junto con datos macroeconómicos que soporten el pivote. Tendremos mayor visibilidad de esto luego del Informe de Política Monetaria del mes de marzo 2023.

TIPO DE CAMBIO

En diciembre, el peso chileno presentó una apreciación de 4.80%. Este comportamiento estuvo explicado por: (i) un mayor apetito por riesgo gracias a la flexibilización de las medidas de confinamiento en China, que impulsó el precio del cobre al alza; (ii) avance en las discusiones del proceso de nueva Constitución y (iii) por la tendencia del dólar (DXY), el cual se debilitó un 2.29% en el mes. A medida que avancen las propuestas actuales, como la reforma tributaria, el proceso sobre la nueva Constitución y la reforma pensional, el peso sufrirá volatilidad adicional.

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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,9%	2,5%	2,8%
INFLACIÓN	11,7%	12,2%	13,3%
TPM	10,25%	11,50%	11,25%
FX	880	949	990





RENDA FIJA LOCAL

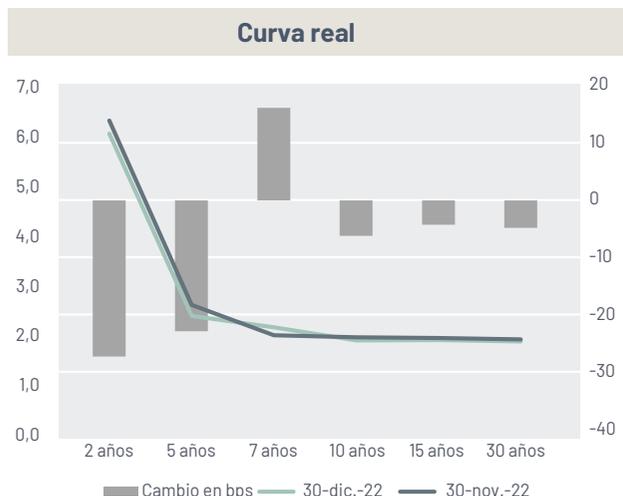
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes vimos un comportamiento a la baja en las tasas de manera generalizada, principalmente en la parte media tanto en pesos como en UF, de la mano de una inflación mensual de 1% que estuvo por encima del 0.4% esperado, lo que generó una alta rentabilidad tanto por movimientos de tasas como por devengo inflacionario en los fondos con mayor porcentaje de este instrumento, y donde también los papeles en pesos continúan generando altos devengos para los distintos fondos.

RENDA FIJA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	OW	OW
Curva	FLAT	STEEP
Corporativos	UW	N
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 aún se mantiene bastante plana tanto en pesos como en UF. Debido a lo anterior, y tomando una perspectiva de mediano plazo, mantenemos nuestra preferencia en la parte media de la curva, pues es ahí donde vemos mayor valor.



CURVA

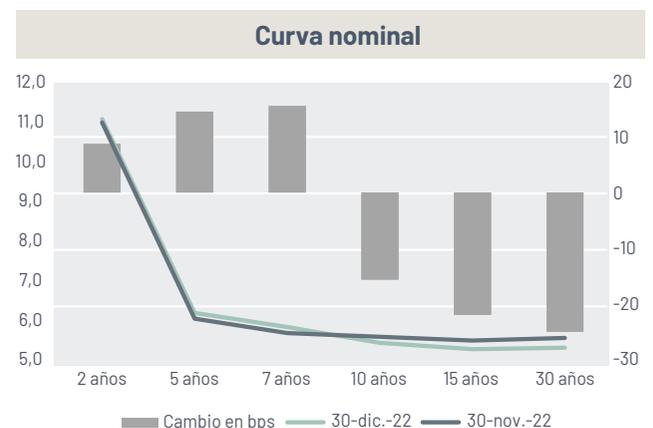
Mantenemos el leve largo en duración, ubicándonos en la parte media de la curva; esperamos que las tasas en este segmento vayan a la baja dado que el Banco Central anunció el fin de las alzas de tasas de política monetaria y dado que la curva aún se encuentra invertida en los nodos largos. La corrección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

CORPORATIVOS

Durante los últimos meses hemos evidenciado la preferencia de los inversionistas por instrumentos líquidos de Gobierno y bancarios, estos últimos tranzando con *spreads* cercanos a 70pbs. Dentro de 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*.

REAL VS. NOMINAL

Se registró una inflación mensual de 1% en noviembre, mayor a lo esperado por el mercado y sin duda un riesgo a monitorear de repetirse. Las expectativas de inflación se mantienen en 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 el mes. 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 tasas reales.





RENTA VARIABLE LOCAL

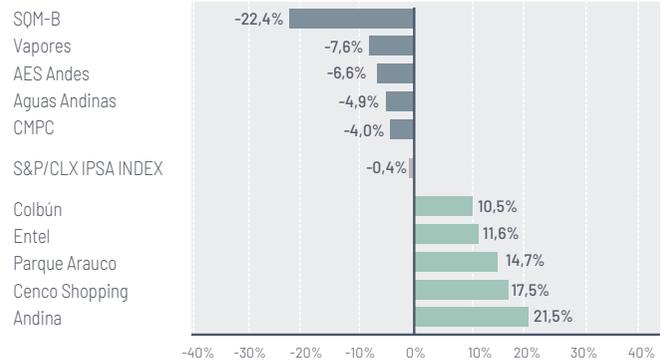
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante diciembre, el índice local (IPSA) retrocedió levemente en moneda local (-0.4%) y subió +4.5% en USD. Este comportamiento se debió a los buenos retornos de doble dígito en los sectores de telecomunicaciones, consumo básico y real estate. El retorno de los dos primeros sectores se explica por su resiliencia en escenarios de desaceleración económica y, el último, por expectativas de desaceleración en la inflación y con ello la espera de un recorte en la TPM durante la primera mitad del año. Por otro lado, vimos una fuerte corrección en el sector de materiales, debido a menores perspectivas en la celulosa y litio. Finalmente, se mantienen atractivos niveles de entrada al índice local, siendo prioritaria una adecuada selectividad al elegir los sectores/papeles, privilegiando acciones con buenos fundamentos y atractivas valorizaciones.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Se sostiene la preferencia por los sectores de consumo básico y telecomunicaciones, debido a su resiliencia en entornos de menor crecimiento. Sin embargo, cambiamos a una visión neutral para el sector de materiales, debido a que los fundamentos positivos que explicaron su desempeño durante 2022 se encuentran incorporados en los precios actuales, con perspectivas a la baja tanto para el litio como celulosa. Por otra parte, pasamos a una visión más positiva para el sector de real estate, debido a que se espera una baja en la inflación durante el año y un recorte de la TPM, sumado a descontadas valorizaciones. En línea con esto, pasamos a estar menos optimistas en el sector financiero, ya que veremos menores utilidades para este 2023. Finalmente, reiteramos el atractivo que presenta el IPSA debido al fuerte descuento en su valoración, tanto respecto a su historia como frente a los países de la región.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Recientes disturbios sociales y cambios en el Gobierno nublan las perspectivas del país

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en el mes de octubre la producción nacional creció 2%, impulsada por el crecimiento en los sectores de agricultura (5.2%), construcción (4.2%) y minería metálica (3.5%). Se prevé un crecimiento de 2.9% para el 2022. La institución revisa a la baja su proyección debido principalmente a la menor producción minera registrada en septiembre. Se proyecta un crecimiento de 2.9% para el 2023, impulsada por la entrada en operación de proyectos mineros como Quellaveco, pero contrarrestado por un menor consumo privado y una caída en la inversión pública debido al cambio de autoridades regionales y municipales.

INFLACIÓN

La inflación aumentó de 8.28% en octubre a 8.45% en noviembre, mientras que la inflación subyacente cayó de 5.72% en octubre a 5.71% en noviembre. Los mayores incrementos de precios se dieron en electricidad (3.7%), carne de pollo (3%) y comidas fuera del hogar (0.7%). Por su parte, las mayores caídas se registraron en frutas frescas (-6%) y papa (-4%). La expectativa de inflación a 12 meses en noviembre es de 4.68%. Se espera el retorno al rango meta en el cuarto trimestre del 2023, en un escenario de moderación de los precios internacionales de combustibles y granos.

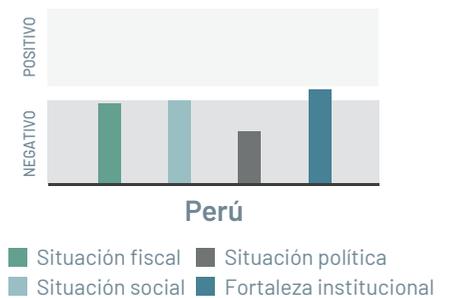
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En diciembre, el BCRP aumentó su tasa de referencia de 7.25% a 7.50%, manteniendo la política monetaria contractiva para hacer frente a la inflación y a sus expectativas, las cuales se ubicaron en 8.45% y 4.68% respectivamente, muy por encima del rango meta (1% - 3%). Se proyecta que se retorne al rango meta en el cuarto trimestre del 2023, debido a la moderación de los precios internacionales de alimentos y energía. Finalmente, se espera que, después del último dato de inflación publicado, el BCRP suba su tasa de referencia en 25pbs para la reunión de este mes.

TIPO DE CAMBIO

Al cierre de diciembre, el sol se apreció 1.07%, a pesar de la incertidumbre política del Perú, alcanzando un nivel de S/ 3.81. Se espera que en los próximos meses el tipo de cambio se ubique alrededor de S/ 3.80 - S/ 3.90, sin embargo, existen algunos factores de riesgo que podrían generar volatilidad, como el escalamiento de las protestas sociales o la desaceleración económica en China, impactada por las restricciones sanitarias. A diciembre de 2022, el BCRP ha efectuado ventas spot en mesa de negociaciones por US\$ 1,236 millones.

MONITOR POLÍTICO



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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	2,4%	2,7%	3,5%
INFLACIÓN	7,6%	7,9%	8,1%
TPM	7,25%	7,50%	7,75%
FX	3,78	3,85	4





RENTA FIJA LOCAL

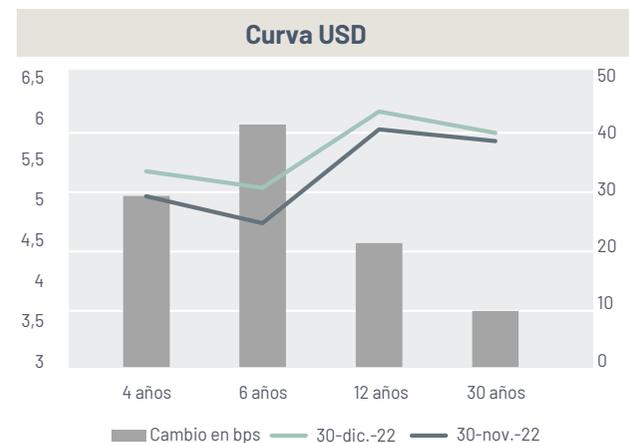
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se depreció 23pbs en promedio, como consecuencia de la salida de Pedro Castillo del Gobierno y la consiguiente incertidumbre política. En la parte corta, la curva se alineó con la política monetaria del BCRP con una subida de 25pbs, y en la parte larga, la curva se movió por efecto de la curva del tesoro americano, la cual se depreció debido a un sentimiento más *hawkish* de la FED, guiado por un mercado laboral aún fuerte y una posible reapertura en China que le da soporte a la inflación.

RENTA FIJA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW

DURACIÓN

La estrategia de duración se mantiene neutral, principalmente por los riesgos políticos y económicos a los que nos venimos enfrentando en el ámbito local. En caso de generarse mayores protestas, desestabilidad por el nuevo Gobierno y su gabinete, etc. se podría desencadenar mayor volatilidad en la curva soberana. Asimismo, aún quedan algunas subidas de tasa en el ámbito internacional, las cuales podrían tener un impacto en la curva local.

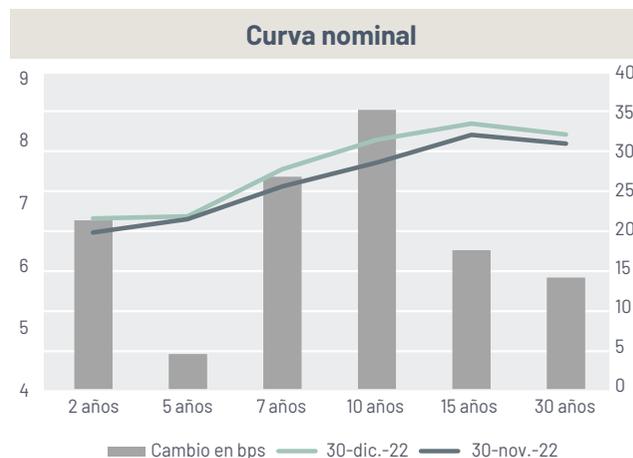


CURVA

Nuestro posicionamiento favorece el aplanamiento de la curva, pues las expectativas de crecimiento económico local continúan reduciéndose para fines del 2022 y 2023, debido a una menor producción minera y una contracción en la inversión pública. Dado esto, no esperamos que la parte larga de la curva presente un empinamiento; asimismo, la parte corta de la curva debería permanecer anclada en la tasa de referencia, que se encuentra en el techo de la subida de tasas.

CORPORATIVOS

En el mes de diciembre, observamos mayor actividad en el mercado primario de emisiones corporativas, principalmente en el tramo corto, que es donde existe mayor demanda de inversionistas, al encontrarse anclado al nivel en donde se encuentra la tasa de referencia actualmente. Asimismo, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, hemos observado que los *spreads* corporativos se han mantenido con respecto a los niveles donde estuvieron operando en el mes anterior.





RENTA VARIABLE LOCAL

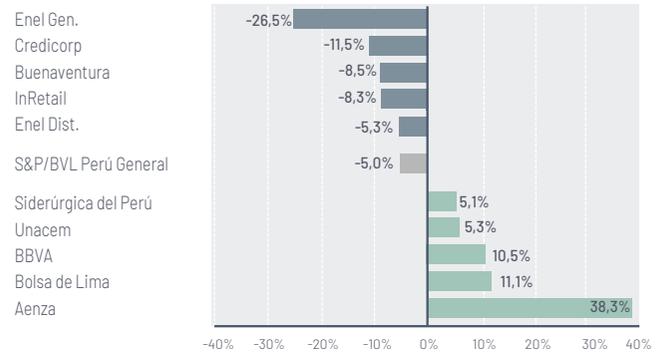
ANÁLISIS DE MERCADO

En los últimos 30 días, la BVL tuvo un rendimiento negativo de -3.8% en moneda local; lo que está asociado a la inestabilidad política y las manifestaciones sociales posteriores al intento de golpe de estado por parte de Pedro Castillo. Los sectores con los mejores rendimientos fueron el de construcción (+4.5%) e industrial (+2.4%) debido a la resiliente demanda informal y la recuperación de emisores con valorizaciones atractivas. El sector minero presentó un rendimiento plano (+0.7%) a pesar de la recuperación de los precios de los metales como el oro (+4.2%) y cobre (+5.0%). Finalmente, el sector de *utilities* presentó el peor rendimiento (-13.0%) después de haber tenido un repunte el mes anterior.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Nuestro posicionamiento presenta cambios a nivel sectorial. Aumentamos nuestra posición en segmentos defensivos, capaces de sobrellevar de mejor manera el eventual escenario de desaceleración económica. En consecuencia, nos mantenemos positivos a compañías de consumo básico y *utilities* (servicios públicos), los cuales presentan flujos de caja más estables. De igual modo, estamos sobreponderando algunas compañías del sector minero que potencialmente se beneficiarían de la recuperación de la demanda de metales, mientras disminuimos nuestra exposición en sectores cíclicos como el consumo discrecional e industrial. Finalmente, nos mantenemos neutrales en el sector financiero, pese al desempeño favorable en lo corrido del año, por nuestra perspectiva de tasas.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





COLOMBIA

Inflación continúa con la tendencia al alza, presionando al mercado

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad económica colombiana para octubre de 2022 se contrajo 0.6% en el mes. Esto fue explicado por una moderación en todas las divisiones de las actividades económicas. Esperamos que los próximos datos mensuales sigan marcando una desaceleración en el crecimiento dado el contexto global, datos inflacionarios al alza, el ciclo contractivo del Banrep, incertidumbre política y el incremento en impuestos por la reforma tributaria. A pesar de esto, las expectativas de crecimiento del país para 2022 son de alrededor de 7.7%, que ubican al país como líder de la región.

INFLACIÓN

En noviembre, la inflación presentó una variación mensual de 0.77%, por encima de las expectativas del mercado que esperaba un 0.61%. El rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas continúa siendo el principal contribuyente, este mes con 0.29%. El segundo lugar lo tuvo el rubro de transporte que contribuyó 0.17%. Las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, influenciadas por el comportamiento de la moneda, los precios de las materias primas y expectativas inflacionarias al alza por la decisión de incremento del salario mínimo y el ajuste de los precios de los combustibles.

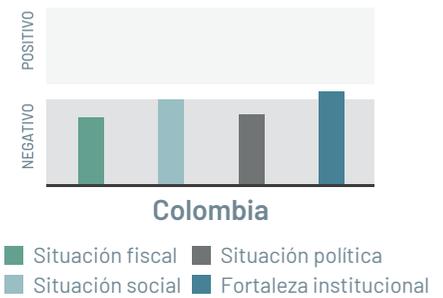
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la última reunión del año, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 100pbs a 12%, en línea a lo anticipado por el mercado. Dicha decisión no fue unánime, algunos miembros votaron por un aumento de diferente magnitud. Esto, sumado a los comentarios del gerente del Banrep, da a entender que el fin del actual ciclo de normalización estaría cerca, pero se resaltó que todo dependerá de la evolución de la inflación que se ha mostrado más persistente a lo esperado.

TIPO DE CAMBIO

En diciembre, el peso colombiano presentó una alta volatilidad, pero finalizó el mes presentando una devaluación de 0.38%. Dicho comportamiento estuvo explicado principalmente por dos factores: (i) alta volatilidad en el precio del petróleo durante el mes; (ii) la publicación del plan fiscal para 2023 del nuevo Gobierno. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga por las decisiones del Banco Central, comentarios controversiales del Gobierno y la tendencia económica global y local.

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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	5,2%	7,7%	10,3%
INFLACIÓN	10,1%	11,7%	12,7%
TPM	12,00%	12,50%	13,00%
FX	4400	5000	5100





RENTA FIJA LOCAL

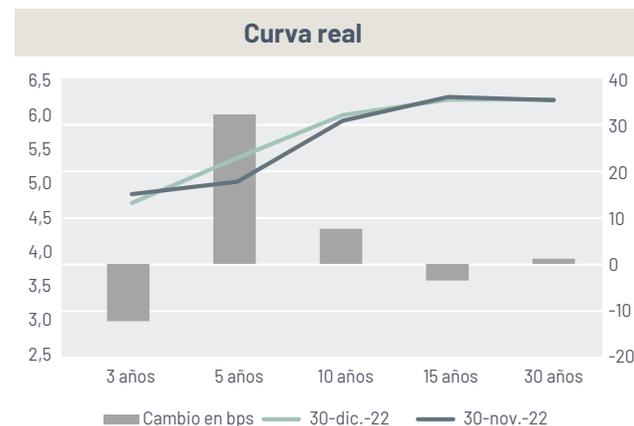
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante diciembre experimentamos un mercado local con poca volatilidad que se ha venido recuperando dadas las mejores condiciones financieras internacionales y el descenso en la prima de riesgo. Adicionalmente, se presentó el último movimiento del año por parte del Banrep en su Tasa de Política Monetaria de 100pbs, que la ubicó en 12%, y se conoció el Plan Financiero 2023, noticias que fueron recibidas con optimismo por el mercado. Por su parte, Fitch mantuvo la calificación del país en 'BB+' con perspectiva estable.

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

DURACIÓN

Continúa nuestra visión de neutralidad en duración; sin embargo, estamos incrementando la duración de las carteras locales a través de incrementos graduales en títulos que hagan parte del belly de la curva nominal (vencimientos en el 2028, 2030 y 2031), pues les observamos mayor valor relativo. Recomendamos comenzar a tomar duración gradualmente aprovechando las mejores condiciones financieras del mercado internacional y local, y la buena lectura del mercado al último movimiento de tasas y la presentación del plan financiero.



CURVA

Durante diciembre, la curva nominal soberana permaneció sin variaciones y la curva corporativa presentó desvalorizaciones de 20pbs en promedio; por su parte, las curvas real soberana y corporativa presentaron un empinamiento, incrementando la pendiente (10Y-2Y) en 38pbs y 72pbs, respectivamente. La curva OIS ha presentado desvalorizaciones a lo largo de los plazos descontando un movimiento de 50pbs en los próximos 3 meses para la TPM y una tasa terminal del 12.75%.

CORPORATIVOS

Continúa nuestra preferencia por deuda corporativa debido a los altos *spreads* en comparación con la deuda soberana, explicados por captaciones de entidades financieras para dar cumplimiento al CFEN. Lo anterior ha impedido valorizaciones en la curva corporativa. Durante diciembre, los *spreads* corporativos de nuevo se ampliaron en comparación al mes anterior, ubicándose en promedio sobre 480pbs para curva nominal y 280pbs para la curva real.

REAL VS. NOMINAL

Para periodos de tenencia de hasta 1.5 años mantenemos la preferencia por instrumentos indexados; sin embargo, para plazos de tenencia mayores a éste, nuestra preferencia cambia a títulos nominales. Todo esto en función de nuestro escenario base que ve una desaceleración gradual de la inflación, alimentado por bases de comparación anuales complejas y la visión de que posiblemente diciembre sea el techo. Lo anterior favorecería la tenencia de deuda nominal para plazos mayores a 1.5 años.





RENTA VARIABLE LOCAL

ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de diciembre, el mercado presentó un comportamiento positivo de 3.5% m/m en moneda local y similar en dólares (+4.4%); un resultado sobresaliente entre los desempeños negativos de Perú, México y Brasil, y en la misma dirección de Chile en USD. A nivel interno en Colombia, este comportamiento se explica en buena parte por un resultado favorable del sector financiero, donde los principales bancos presentaron un desempeño superior al *benchmark*, acompañado de una revalorización en el sector de *oil & gas* y estabilidad desde el lado de las compañías del sector cementero. Por su parte, el sector de servicios públicos (*utilities*) presentó una recuperación moderada en diciembre y terminó cerrando el año con una caída de 19%.

¿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. Sin embargo, disminuimos la convicción en el sector financiero gracias a un pronóstico de mayor costo del riesgo y un crecimiento moderado de la cartera. Por su parte, mantenemos subponderadas las compañías que aumentaron considerablemente su precio tras los eventos corporativos del 2022. El segmento de servicios públicos (*utilities*) comienza a tomar una mayor participación en las preferencias para los siguientes meses, recordando que las compañías más atractivas tienen una combinación de valoraciones bajas y calidad en los activos.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





URUGUAY

Expectativas y nivel de inflación se moderan en el mes de diciembre

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Expectativas empresariales respecto del desempeño de economía se moderan, en línea con un mayor deterioro en la demanda externa y un mercado laboral que se estanca. Sin embargo, y en términos históricos, las perspectivas en cuanto al clima de negocios se mantienen elevadas y todavía 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

La inflación mensual fue de -0.28% en el mes de noviembre; la anual se situó en 8.46%. Estos registros sorprendieron a la baja e indicaron desaceleración en el indicador. Este dinamismo se debió principalmente al componente transable, destacando la caída en el precio de la carne y la caída en el tipo de cambio. Las expectativas de inflación para 2022 disminuyeron a 8.4%, mientras que para 2023 se ajustaron, también a la baja, de 7.45% a 7.30%. Las expectativas de inflación continúan alejadas del rango meta (3% - 6%) pero comenzaron a mostrar cierta moderación.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 30 de diciembre, el Banco Central del Uruguay decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25pbs, llevándola a 11.5%. Esta subida fue inferior a las cuatro anteriores (de 50pbs) y estuvo en línea con la desaceleración de la inflación y expectativas en el último mes. A su vez, el BCU indicó que no prevé nuevos incrementos de tasas dado el contexto actual, pero seguirá monitoreando la coyuntura local e internacional para asegurar la convergencia de inflación y sus expectativas.

TIPO DE CAMBIO

En el acumulado de 2022, el peso uruguayo ha sido una de las pocas monedas que se apreció nominalmente frente al dólar (10.35%). La evolución de la divisa norteamericana fue dispar en el mes de diciembre. Las primeras tres semanas se caracterizaron por una apreciación del peso uruguayo frente al dólar, pero en los últimos días del mes presentaron una fuerte valorización del dólar, cerrando el mes en 40,071 UYU/USD. De esta forma, la variación punta a punta del dólar en el mes de diciembre fue de +1.7%.





RENTA FIJA LOCAL

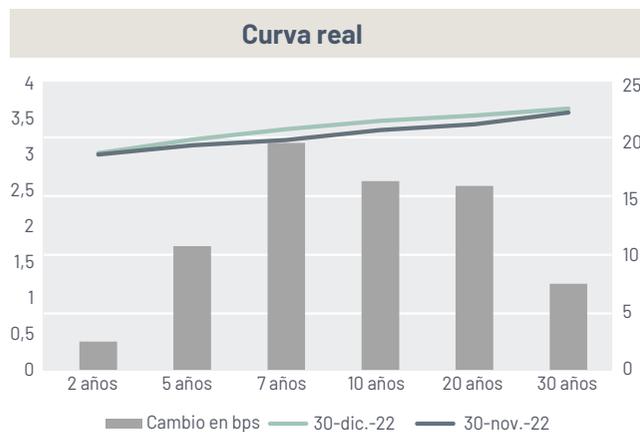
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Siguiendo el comportamiento de los mercados globales a partir del dato benévolo de inflación en EE. UU. y la intención de las autoridades chinas de flexibilizar las medidas de restricción, los activos de renta fija del mercado local tendieron a revalorizarse. Ante estas buenas noticias, las condiciones financieras se relajaron y los activos de más largo plazo fueron los que más se vieron beneficiados del cambio en las expectativas. Mientras las tasas de corto plazo se mantuvieron estables.

RENTA FIJA	DICIEMBRE	ENERO
Duración	N UW	N OW
Curva	N OW	N OW
Reales vs. Nominales	UW	UW

DURACIÓN

Si bien las expectativas de inflación podrían ajustarse levemente a la baja en el corto plazo, una potencial caída en la productividad derivado 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 que favorece ligeramente los instrumentos con mayor duración.



CURVA

Los temores de entrar en una fase contractiva en el ciclo económico favorecen los posicionamientos en renta fija al ser activos más defensivos. A su vez, estos temores puedan ser acompañados por la expectativa de un consiguiente pivoteo de la política monetaria, incorporando en el precio de los activos futuros recortes de tasas respecto del nivel alcanzado. Esto favorece posicionamientos de mayor duración, mientras las tasas cortas continúan avanzando, profundizando así 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 2022 o la elevada inflación implícita que ofrecen respecto de 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.

