

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

1.28

Febrero 2023

One House View

Mercados inician el año con importante rally

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

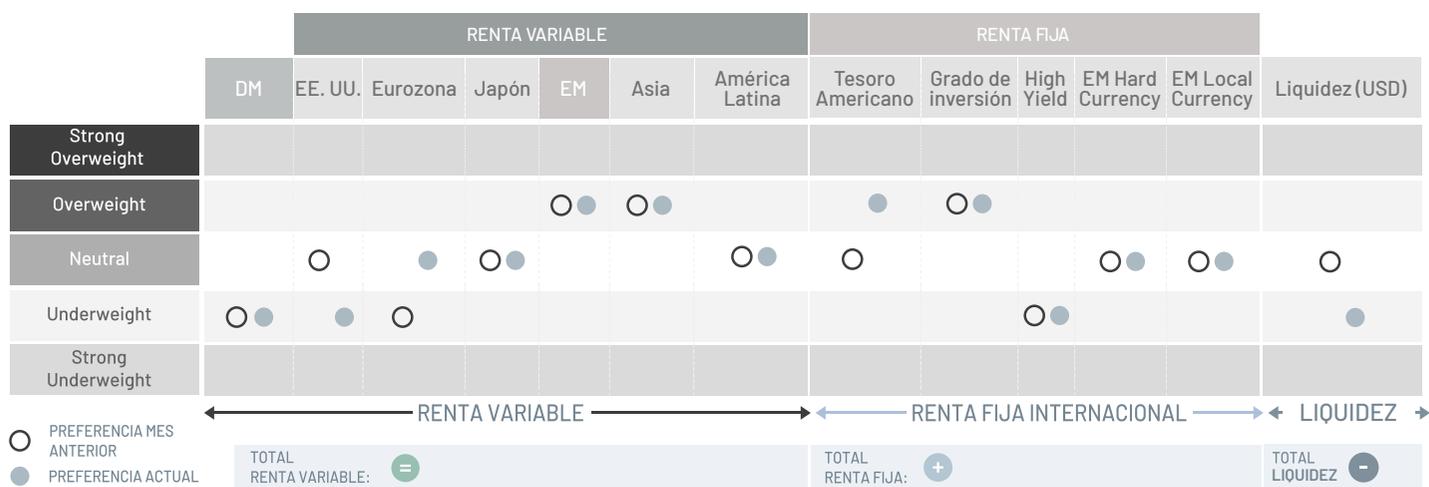
Visión global y posicionamiento

El buen comienzo de 2023 ha suscitado un sentimiento más positivo en los mercados de capitales. Analistas de inversiones se preguntan si los desarrollos recientes, en términos económicos, son suficientes

para justificar incrementos del orden del 8% en la renta variable global. En general, reconocemos que ciertos datos macroeconómicos de principio de año podrían estar explicando una parte del comportamiento reciente. Sin embargo, creemos que aún es temprano para movernos hacia una posición pro-riesgo y que lo que hemos visto en días recientes podría catalogarse como una sobreacción del mercado, que obedece más a flujos técnicos, tras un 2022 bastante duro.

Por lo tanto, conservamos la neutralidad en la renta variable, con preferencia por los activos emergentes por sobre los desarrollados. No obstante, los acontecimientos recientes sí nos llevan a

cambiar el *trade* relativo entre Europa y EE. UU., optando ahora por la primera. Creemos que al *equity* europeo le queda aún espacio para continuar corriendo: prácticamente todos los sectores de Europa todavía tranzan a múltiplos relativamente menores y las posiciones en los mercados de futuros continúan negativas en los activos europeos, lo que dejaría espacio para seguir viendo revalorizaciones del activo. Para la renta fija, mantenemos el neutral, pero en materia de selectividad, nos inclinamos por activos del Gobierno americano que se encuentran en un punto de entrada atractivo, y por la deuda corporativa de mayor calificación crediticia por encima del *high yield*.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Cautela ante una recuperación técnica de activos de riesgo

Buenos datos macroeconómicos en Asia, inflación a la baja, factores técnicos y una FED más relajada explican un buen arranque de año. La inflación en Estados Unidos y Europa cede por encima de lo esperado por el mercado; la Eurozona evita una recesión con el dato preliminar de crecimiento para el 4T22 ubicándose en 0.1% t/t; y la historia de reapertura en China impregna positivamente las perspectivas para la renta variable emergente y para las materias primas como el cobre.

Por nuestro lado, creemos que aún es temprano para movernos hacia una posición pro-riesgo, y en ese sentido, lo que hemos visto en días recientes podría catalogarse como una sobreacción del mercado. Aunque le damos la bienvenida a las buenas lecturas económicas de principio de año, los riesgos de recesión continúan y los datos nos muestran que el rendimiento reciente obedece más a flujos técnicos, tras un 2022 bastante duro para los mercados en general, que a los mismos fundamentales.

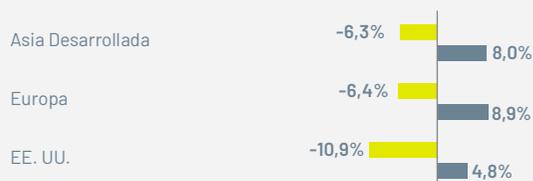
Por lo tanto, conservamos la neutralidad en la renta variable, con preferencia por los activos emergentes. Las expectativas de utilidades y múltiplos aún tienen espacio para incorporar una mayor desaceleración económica, de la mano también de presiones en costos que se vuelven cada vez más difíciles de transferir al consumidor final y que debiesen afectar los márgenes de las compañías.

No obstante, los acontecimientos recientes sí nos llevan a cambiar el *trade* relativo entre la Eurozona y EE. UU., llevando a la neutralidad el primero y subponderando el segundo. Específicamente, vemos que para Europa la inflación ha sorprendido positivamente a la baja y debería mantener dicha tendencia, ante los aumentos de las reservas de gas natural y mejores condiciones climáticas, mismas que ayudaron a mantener controlados los precios de la energía y evitar un racionamiento más duro para el invierno. El sentimiento, en consecuencia, también mejora y las probabilidades de una recesión ceden, con algunos economistas incluso argumentando que la Eurozona podría evitar una recesión para este año, luego de que las probabilidades de ocurrencia de esta llegaran al 100% en algún punto del año pasado. La apertura en China beneficia de mejor manera a Europa sobre pares como Japón.

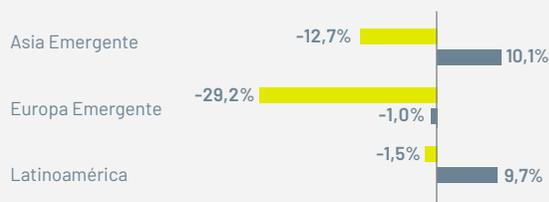
En este punto, es natural preguntarse si es tarde para “montarnos en el tren” de Europa, dado su comportamiento estelar de las últimas semanas. La realidad es que creemos que al *equity* le queda aún espacio: prácticamente todos los sectores de Europa todavía tranzas a múltiplos relativamente menores y las posiciones en los mercados de futuros continúan negativas en los activos europeos, lo que dejaría espacio para seguir viendo revalorizaciones del activo.

Para la renta fija, mantenemos el neutral, pero en materia de selectividad, nos inclinamos por activos del Gobierno americano que se encuentran en un punto de entrada atractivo, y por la deuda corporativa de mayor calificación crediticia por encima de la de alto devengo.

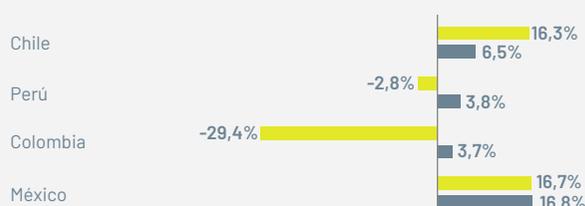
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



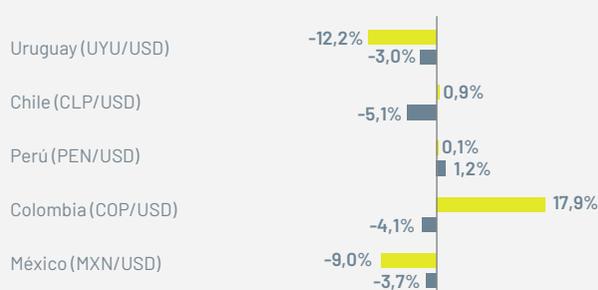
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Mantenemos cautela con países que presentan alta incertidumbre política

Los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento positivo en el mes de enero, incrementando 11.3% (ILF). Lo anterior estuvo explicado por un mejor rendimiento en todos los países, impulsado por una menor aversión al riesgo y la apertura de China, que impulsó los precios de las materias primas como el cobre, el petróleo y el mineral de hierro. En adelante, podríamos ver volatilidad adicional a medida que avancen las reformas en cada país y continuemos viendo una desaceleración en la actividad local y global.

La economía mexicana reportó un crecimiento en su Producto Interno Bruto de 3% durante todo 2022, cumpliendo con el pronóstico más reciente, con un avance en el 4T22 de 3.6%. La demanda interna y el sector exportador dieron soporte a esta cifra. Para 2023, se estima una cifra menor con 1.7% por parte del FMI, mientras que el consenso local pronostica apenas 1%. Por otro lado, la inflación cerró el año en 7.82%, desde su máximo en septiembre, 8.7%; mientras que especialistas pronostican se ubique por encima del 5% en 2023. A pesar de los descensos registrados, Banxico podría elevar su tasa a 11% buscando controlar las alzas en precios.

En Chile, durante enero, el Senado y la Cámara Baja seleccionaron a los miembros del comité de expertos que se encargarán de redactar un anteproyecto que será la base con la cual trabajará el Consejo Constitucional, compuesto por 50 miembros elegidos por voto popular el 7 de mayo. La comisión de expertos se constituirá el 6 de marzo y sus miembros cuentan con trayectoria profesional, técnica o académica. También se ratificó los miembros del Comité Técnico de Admisibilidad que garantizará que el articulado esté en línea con las 12 bases fundamentales.

El Banco Mundial y el FMI proyectaron que Perú crecerá 2.6% en 2023, crecimiento que será impulsado positivamente por el inicio de operaciones de Quellaveco, pero contrarrestado por una menor inversión privada y pública, dado el cambio de autoridades regionales, así como por el contexto de incertidumbre política y protestas sociales. Por su parte, la inflación aumentó 1pb de noviembre a diciembre, llegando a 8.46% en el último mes, por encima del rango meta, pero por debajo del techo de junio de 8.81%. Se espera el retorno al rango meta en el primer trimestre del 2024. En esa línea, el BCRP elevó la tasa de referencia a 7.75%, continuando con los ajustes de política monetaria en su lucha por contrarrestar la inflación.



En Colombia, según el DANE, el desempleo total nacional se ubicó en 10.3% y el urbano en 10.8%, por encima de lo esperado por el mercado (9.3%). Ambos presentaron un deterioro con respecto al mes pasado. Para todo 2022, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 11.2%, representando una caída frente al 13.8% del 2021. Esta mejora se dio por la recuperación después de la pandemia; sin embargo, la directora del DANE mencionó que no se espera una recuperación significativa del desempleo para el 2023.

Respecto a Uruguay, la cumbre de la Comunidad de los Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC) en Buenos Aires y la visita del mandatario brasileño Luiz Inácio Lula Da Silva a Montevideo con tan solo un día de diferencia marcaron un punto alto en el acontecer del mes y de la agenda regional. En ambas instancias Uruguay mantuvo su postura de promover una mayor apertura comercial y de modernización del Mercosur, contrario a la posición más proteccionista de Argentina y Brasil, entablando un diálogo con el presidente brasileño del cual obtuvo una respuesta conciliadora.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Recuperación tardía post-covid y desaceleración inminente

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Luego del crecimiento del 3% en 2022, donde las actividades secundarias dieron el mayor impulso, el pronóstico de especialistas privados encuestados por Banxico y Citi estiman un crecimiento en la economía local cercana a 1% en 2023. Sin embargo, para el FMI, la resiliente dinámica de consumo interno, así como un mejor desempeño al esperado en EE. UU., podrían llevar el crecimiento en este año a 1.7%. El posicionamiento geoestratégico de México recobra importancia, pero la certidumbre que pueda transmitirse desde autoridades locales será crucial para aspirar a crecimientos mayores.

INFLACIÓN

La inflación avanzó 0.38% en el último mes del 2022 con lo que alcanzó 7.82% en el año, descendiendo durante el último trimestre desde 8.7%. Sin embargo, durante la primera mitad de enero la inflación fue de 0.46% (7.94% a/a), donde el factor subyacente se incrementó a tasa anual de 8.45% y el no subyacente a 6.44%. Por otro lado, de cara a todo 2023, se estima que la inflación general descienda a 5%, aún por encima del límite superior del rango objetivo de Banxico. Este hecho explica que la postura del Banco Central siga siendo restrictiva.

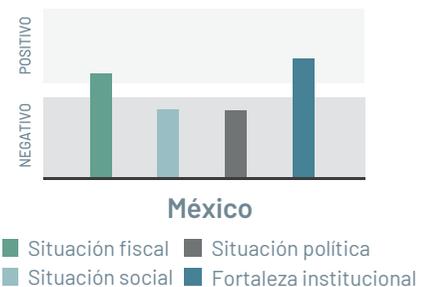
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con los actuales niveles de inflación, a pesar de un trimestre descendiendo, Banxico ha optado por seguir incrementando su tasa de política monetaria, que se ubica en 10.50%, pero que podría alcanzar 11% durante 2023. Por otro lado, será importante seguir de cerca el diferencial de tasas respecto a la FED que se ha mantenido en 600pbs, por lo que, de realizarse más incrementos desde la Reserva Federal, el Banco Central local podría seguir la misma dinámica. De corto plazo, el consenso espera que en su decisión de febrero la Junta de Gobierno decida un alza de 25pbs.

TIPO DE CAMBIO

En enero, la FED incrementó su tasa 25pbs a 4.75%. Se estima un incremento igual por parte de Banxico a 10.75%. La relevancia del diferencial de tasas entre estos bancos centrales da cierta estabilidad a la moneda local que se ha seguido apreciando. El avance del peso se debe entre otros factores a la entrada de flujos al país vía remesas provenientes principalmente de EE. UU., así como a las cifras de turismo en México en 2022. De continuar esta dinámica se pronostica que el tipo de cambio oscile entre 20.20 y 20.30 MXN al cierre de 2023.

MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye con base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discrecionales (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	0,3%	1,2%	1,7%
INFLACIÓN	3,9%	4,8%	5,7%
TPM	8,50%	9,75%	11,00%
FX	17,75	19,75	20,91





RENTA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el arranque de año, la renta fija se vio presionada ante la espera por un incremento adicional desde la FED de cara al cierre de enero. Sin embargo, con excepción de los nodos de corto plazo, las curvas nominal y real locales reportaron descensos. En el primer caso, estos promediaron 26pbs a la baja, pero a partir del vencimiento de mayo de 2029, fueron más visibles. En el caso de la curva de bonos ligados a inflación, con una dinámica similar pero más moderada, los descensos promediaron 9pbs.

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

DURACIÓN

Si bien la inflación ha comenzado a descender, es muy probable se mantenga alta durante 2023. Por otro lado, políticas monetarias restrictivas presionarían a la baja el crecimiento en México, pero que podría ser compensada con el reacomodo de inversión global (*nearshoring*). La curva local mantiene el atractivo por el diferencial de tasas frente a otros mercados emergentes. Dado que se esperan descensos en nodos medios y largos, esto explica que se mantenga una sobreponderación en términos de duración.

CURVA

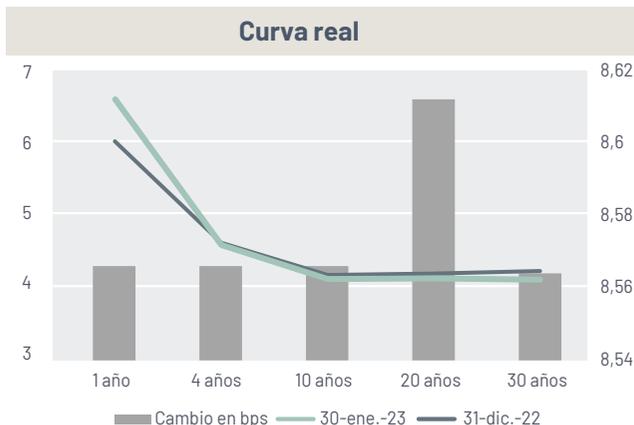
La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo, y las expectativas del mercado se ajustan constantemente con los datos de inflación y la promesa de mayor entrada de inversión extranjera. La reapertura comercial de Asia, aunque con beneficios de crecimiento en términos globales, pudiera ser un detractor importante para la expectativa de crecimiento económico local. De corto plazo, se mantiene una expectativa de curvas invertidas o planas.

CORPORATIVOS

El primer mes del año se reportó desierto en cuanto a colocaciones de largo plazo, dinámica que se ha repetido desde 2019; sin embargo, se esperan en febrero colocaciones de emisores corporativos y bancarios, que sumarían unos 35 mil millones de pesos. 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. Mantenemos una sobreponderación en este tipo de instrumentos.

REAL VS. NOMINAL

La inflación en 2022 se ubicó por debajo de 8%, mientras se espera que en 2023 supere el 5%, aún por encima del rango óptimo de Banxico. La presión en precios por factores externos parece ir disminuyendo; energía y alimentos siguen volátiles, y servicios aún presionados. Sin embargo, los udibonos muestran menor atractivo mientras las inflaciones implícitas se visualizan en niveles por debajo del *fair value*. Con ello, se opta por una visión constructiva en bonos nominales relativo a reales.





RENTA VARIABLE LOCAL

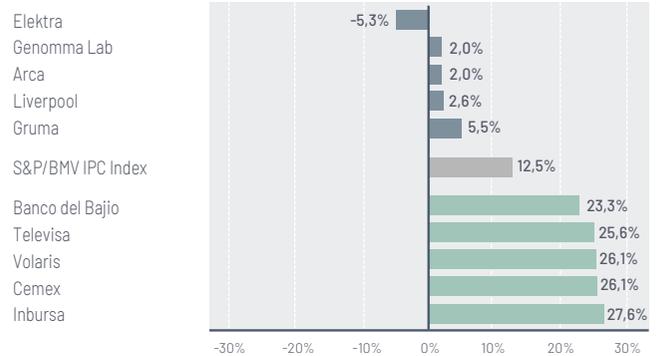
ANÁLISIS DE MERCADO

El IPC subió 12.6% en enero, siendo uno de los índices de mejor rendimiento a nivel de mercados emergentes en donde destacó también el Merval argentino (+25.5%) y el Hang Seng de China (+10.4%). Dos de los factores que explican este *outperformance*: (i) la valuación atractiva bajo algunas métricas como P/E o *dividend yield* en relación a otros mercados emergentes y su propia historia (México solía transar a 16x P/E vs 12.5x P/E hoy), y (ii) la narrativa respecto al *nearshoring*, la cual ha sido validada por muchas empresas listadas y en distintos sectores con respecto a que están viendo mayor demanda por sus productos debido a este fenómeno. En cuanto a los nombres que más subieron, se apreció un claro sesgo *risk on* donde las acciones que más habían caído en 2022 lideraron los retornos, todas estas asociadas al factor beta: Televisa (+30%), Volaris(+28.9%) y Cemex(+27.4%).

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El principal índice accionario en México se ve descontado bajo métricas de P/E (12.5x vs.16x promedio 5Y) y *dividend yield* (3.5% vs. 3.0% promedio 5Y). Sin embargo, bajo otras métricas como P/B y EV/Ebitda luce más en línea con su historia de 5 años. Dado el *rally* que ha tenido México en este inicio de año, tanto por *equity* como por moneda, esperaríamos un mejor punto de entrada para estar más constructivo en lo que resta del año. El consenso de cierre de año para el IPC apunta a 58,000 puntos, un *upside* limitado para lo que resta del 2023.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





CHILE

Nuevos avances en la redacción de la Constitución indican una moderación

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de diciembre muestra una caída de 1% respecto al mismo mes del año anterior, completando 4 meses consecutivos de datos a la baja; sin embargo el dato fue mejor a lo esperado por el mercado. Con lo anterior el crecimiento de 2022 habría sido de al rededor de 2.7%, mientras que para 2023 se espera una caída entre -0.75% y -1.75%, según el último IPoM del Banco Central.

INFLACIÓN

La inflación 12 meses se situó durante diciembre en 12.8%, algo menor al mes anterior debido a un dato de IPC de 0.3%. Las expectativas *forward* continúan estables respecto a últimos meses, cerca de 4.5% para 2023. Por otro lado, el Banco Central en su IPoM de diciembre dejó las expectativas de inflación en 3.6% para 2023, esperando que converja a la meta del 3% en 2024.

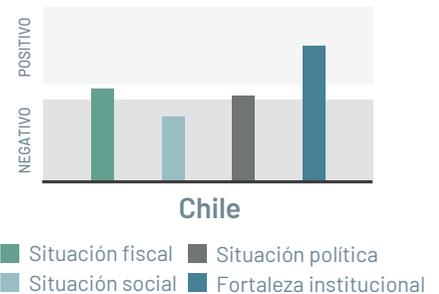
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria, realizada en enero, el Banco Central de Chile mantuvo la tasa de referenencia 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 de 2023.

TIPO DE CAMBIO

En enero, el peso chileno presentó una apreciación de 6.3%. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el incremento en el precio del cobre, que se vio beneficiado por la flexibilización de medidas de confinamiento en China, y un mayor apetito de riesgo de los inversionistas a nivel generalizado, que llevó a un debilitamiento del dólar (DXY) de 1.38% en el mes. El peso podría sufrir de volatilidad adicional a medida que avancen propuestas como la reforma tributaria, pensional y discusiones de la nueva Constitución.

MONITOR POLÍTICO



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	-3,8%	-1,0%	0,0%
INFLACIÓN	4,8%	5,3%	5,4%
TPM	4,00%	7,00%	9,50%
FX	725	850	960





RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes vimos un comportamiento al alza en las tasas de Gobierno tanto en pesos como en UF de manera generalizada en todos los plazos de la curva, a excepción de los papeles bancarios entre 1 y 3 años, que vieron una baja en las tasas producto de una mayor demanda. Lo anterior generó una positiva rentabilidad para los fondos de duraciones más cortas, mientras que en los fondos de mayor duración vimos rentabilidades negativas.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Curva	OW PARTE MEDIA	OW PARTE MEDIA
Corporativos	N	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 levemente invertida en la parte media y larga, 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

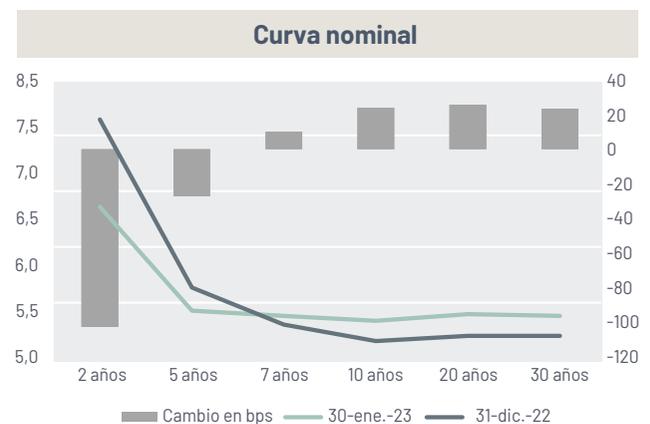
Mantenemos el leve largo en duración, ubicándonos en la parte media de la curva; esperamos que las tasas en este segmento vayan a la baja dado que el Banco Central anunció el fin de las alzas de tasas de política monetaria y dado que la curva aún se encuentra invertida en los nodos largos. La corrección de la inversión que anticipamos en los próximos meses, cuando tengamos los datos que permitan comenzar a bajar la TPM, 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 75-80pbs. Por el lado de los bonos corporativos notamos que se mantienen relativamente estables los niveles de *spread*, al igual que un bajo nivel de transacciones. 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 0.3% en diciembre, en línea a lo esperado por el mercado. Las expectativas de inflación se matienen 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 continuara apreciando durante el mes. Continúan los riesgos inflacionarios, tanto a nivel local como internacional, así como los relacionados con la actividad y las acciones de los bancos centrales; sin embargo, la alta magnitud de las tasas nominales nos llevan a aumentar posición en éstas últimas.





RENTA VARIABLE LOCAL

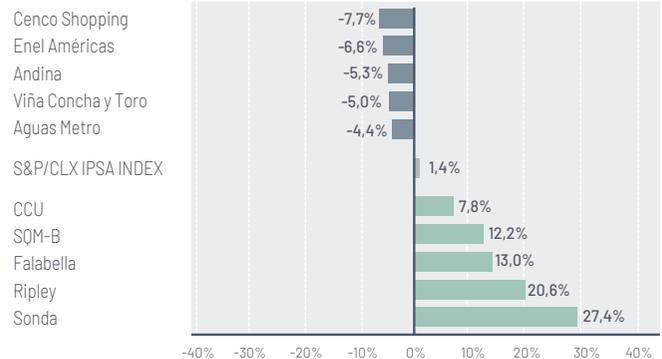
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante diciembre, el índice local (IPSA), avanzó levemente en moneda local (1.1%) y subió 7.5% en USD. Este comportamiento es explicado por los buenos retornos de doble dígito en los sectores de consumo discrecional (que venía con un fuerte rezago respecto al IPSA) y materiales, los cuales se vieron compensados por correcciones en los sectores de celulosa y *real estate*. De esta manera, la bolsa local sigue mostrando niveles de valoración bajos y atractivos frente a otros países, en donde es relevante una adecuada selectividad al tomar sectores y papeles, privilegiando acciones con buenos fundamentos y múltiples relativamente atractivos.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos la preferencia por los sectores de consumo básico con mayor exposición a supermercados y telecomunicaciones debido a su resiliencia. Asimismo, tenemos una visión optimista para *real estate* a la espera de un recorte de la TPM en la primera mitad del año. Por otra parte, pasamos a una visión más positiva para el sector de materiales y TI. El primero, ya que la reacción del mercado frente a la caída del precio del litio nos parece sobredimensionada; y el segundo, debido a las descontadas valoraciones, positivos resultados y posibles eventos corporativos favorables. Además, consideramos que el desafiante escenario que enfrenta el sector de consumo discrecional ya está incorporado, por lo que pasamos a una visión neutral. Reiteramos el atractivo punto de entrada al mercado accionario chileno debido al fuerte descuento en su valoración.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

La continuación de las protestas tendrán efectos negativos en la confianza y actividad

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en el mes de noviembre de 2022 la producción nacional creció 1.7%, impulsada por el crecimiento en los sectores de minería metálica (5.9%), construcción (6.8%) y comercio (3%). El buen desempeño de la minería fue contrarrestado por la caída en la pesca (-48.5%) debido a la menor captura y al inicio tardío de la segunda temporada. Según el Banco Mundial y el FMI, se espera que Perú crezca 2.6% en 2023, impulsado por el inicio de operaciones en Quellaveco, pero contrarrestado por menor inversión pública (cambio de autoridades regionales) y privada (protestas e incertidumbre política).

INFLACIÓN

La inflación aumentó de 8.45% en noviembre a 8.46% en diciembre, mientras que la inflación subyacente cayó de 5.71% en noviembre a 5.59% en diciembre. Los mayores incrementos de los componentes del IPC fueron el transporte terrestre nacional (+21.1%), la papa (+15.6%) y la palta (+13.3%); las principales disminuciones de precios fueron los combustibles (-4.9%), el pescado (-2%) y los cítricos (-1.9%). Las expectativas de inflación a 12 meses en diciembre fueron 4.30%. Se espera el retorno al rango meta en el primer trimestre del 2024, en un escenario de moderación de los precios internacionales de combustibles y alimentos.

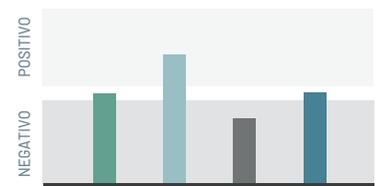
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En enero, el BCRP aumentó su tasa de referencia de 7.50% a 7.75%, manteniendo la política monetaria contractiva para hacer frente a la inflación y a sus expectativas, las cuales se ubicaron en 8.46% y 4.30% respectivamente, muy por encima del rango meta (1% - 3%). Se proyecta que se retorne al rango meta en el primer trimestre del 2024, 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 febrero.

TIPO DE CAMBIO

Al cierre de enero, el sol se depreció 1.04%, pasando de un nivel de S/ 3.81 a S/ 3.85. Esto se debió a factores como las protestas sociales, la incertidumbre sobre el adelanto de elecciones y la nueva ley de pensión mínima. Se espera que en el próximo mes el tipo de cambio se ubique alrededor de S/ 3.80 - S/ 3.90, dependiendo del desenlace del adelanto de las elecciones, el desarrollo de las protestas y las novedades sobre la ley de pensión mínima, la cual, según el MEF, no generará un impacto significativo en el mercado de capitales.

MONITOR POLÍTICO



- Situación fiscal
- Situación social
- Situación política
- 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	0,4%	2,2%	3,2%
INFLACIÓN	3,8%	4,0%	5,4%
TPM	4,25%	6,25%	8,25%
FX	3,6	3,76	3,95





RENDA FIJA LOCAL

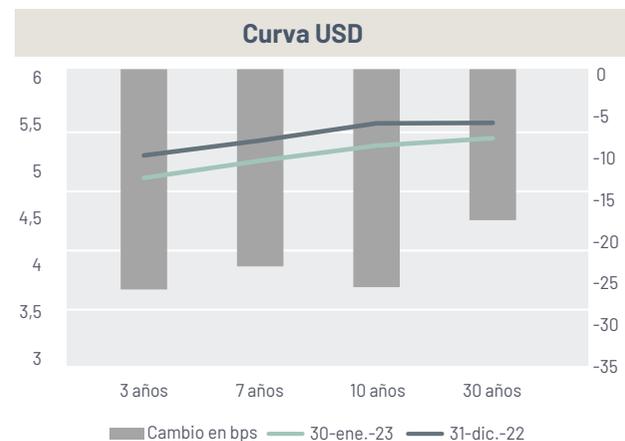
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se depreció 20pbs en promedio, debido al contexto de incertidumbre política local, las protestas y la aprobación de la ley de pensión mínima. 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 una mayor percepción de riesgo local (escalamiento de protestas e incertidumbre política) y por el riesgo de que la ley de pensión mínima genere retiros que obligue a ventas forzadas de bonos soberanos por parte de los fondos de pensiones.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	N

DURACIÓN

La estrategia de duración se mantiene neutral. Si bien la curva soberana se encuentra plana y haría sentido tomar duraciones medias o largas, existen ciertos riesgos que podrían hacer que la curva se empine, golpeando la parte más larga de la misma. Entre estos riesgos se encuentran el desarrollo de la ley de pensión mínima, la incertidumbre política (adelanto de elecciones, asamblea constituyente) y el escalamiento de las protestas sociales en el país.

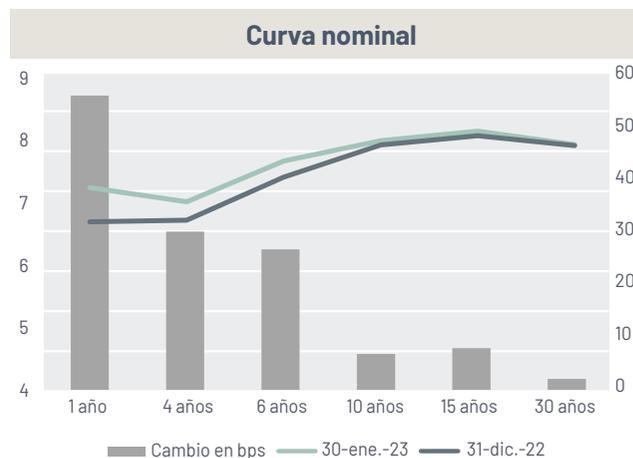


CURVA

Nuestro posicionamiento en este mes pasa a neutral, ya que, a pesar de que las expectativas de crecimiento económico local para 2023 continúan reduciéndose, vemos riesgos de que la curva pueda empinarse por factores como la ley de pensión mínima, la incertidumbre política y las protestas sociales. Asimismo, la parte corta de la curva debería permanecer anclada en la tasa de referencia, que se encuentra cerca de su techo. En ese sentido, vemos a la curva manteniéndose de forma plana si los riesgos mencionados no escalan, pero de hacerlo, habría un riesgo de empinamiento.

CORPORATIVOS

En el mes de enero, aprovechando que la curva se encuentra plana, hemos observado una preferencia por corporativos locales con mejor calificación crediticia, disminuyendo el *spread* en ese tramo 57pbs en promedio. Asimismo, hemos observado que se ha elevado el interés por los bonos corporativos locales con mayor duración (de 1 a 5 años), con el *spread* de estos tramos disminuyendo 18pbs en promedio.





RENTA VARIABLE LOCAL

ANÁLISIS DE MERCADO

En enero, la BVL tuvo un rendimiento positivo de +5.1% en moneda local, esto a pesar de las continuas manifestaciones sociales que exigen elecciones anticipadas y una reforma constitucional. El sector con el mejor rendimiento fue el de *utilities* (+21.9%) debido al proceso de desinversión de Enel en Perú y Argentina. Asimismo, los papeles del sector minero crecieron en +17.6% beneficiándose de la recuperación de los precios de metales preciosos como el zinc (+14.2%), cobre (+10.9%) y oro (+5.7%). Los sectores financieros (-0.1%) y de consumo (-0.4%) presentaron un rendimiento plano asociado a menores expectativas de subidas de tasa de interés y problemas logísticos, respectivamente. Finalmente, el sector industrial (-1.6%) y de construcción (-1.5%) tuvieron los peores rendimientos del mes.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Nuestro posicionamiento presenta ligeros cambios a nivel sectorial. Nos mantenemos optimistas en los sectores de *utilities* y consumo básico debido a la resiliencia que presentan estos papeles en un escenario de desaceleración que se viene consolidando; además de eventos corporativos en el sector de servicios públicos. Asimismo, estamos sobreponderando algunas compañías del sector minero que se están beneficiando de la recuperación de la demanda de metales y presentan niveles de producción más estables. Finalmente, nos mantenemos pesimistas en los sectores financieros y de materiales debido a menores expectativas de subidas de tasas de interés y menores proyectos de construcción, respectivamente.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





COLOMBIA

Comentarios controversiales del nuevo Gobierno siguen generando volatilidad en el mercado

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad económica colombiana para noviembre de 2022 se contrajo 0.1% en el mes, observando la serie ajustada por efectos estacionales. Estos resultados nos ratifican la continuación de la moderación de la actividad económica y 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 e incertidumbre política. Sin embargo, Colombia se sigue ubicando como líder entre las principales economías de Latinoamérica

INFLACIÓN

En diciembre, la inflación presentó una variación mensual de 1.26%, por encima de las expectativas del mercado (0.90%), finalizando el año en 13.12% a/a. El principal contribuyente sigue siendo el rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas, este mes aportando con 0.52%, seguido por restaurantes y hoteles que contribuyó 0.26%. Las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, influenciadas por el comportamiento de la moneda y los precios de las materias primas. Asimismo, la expectativa de la trayectoria de la inflación es influenciada por la decisión de incremento del salario mínimo y el ajuste de precios por reintroducción de impuestos.

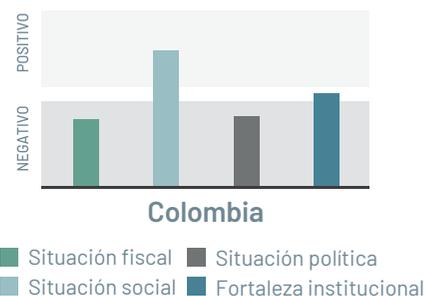
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la primera reunión del año, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 75pbs a 12.75%, menor a lo anticipado por el mercado (100pbs). Dicha decisión no fue unánime, algunos miembros votaron por un aumento de menor magnitud. Teniendo en cuenta lo anterior, ya vemos una moderación en el ritmo de ajuste de la tasa, indicando que la finalización del ciclo contractivo está cerca, sin embargo, todo dependerá de la evolución de la inflación que continúa siendo incierta.

TIPO DE CAMBIO

En enero, el peso colombiano presentó una variación positiva, finalizando el mes con una apreciación de 3.74%. Dicho comportamiento estuvo explicado principalmente por una menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas, donde los activos más riesgosos como el petróleo se lograron beneficiar y presentaron una tendencia positiva en el mes. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga dada 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 discrecionales (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%	1,3%	3,1%
INFLACIÓN	4,8%	8,0%	10,9%
TPM	10,00%	11,50%	12,00%
FX	3900	4766,5	5500





RENTA FIJA LOCAL

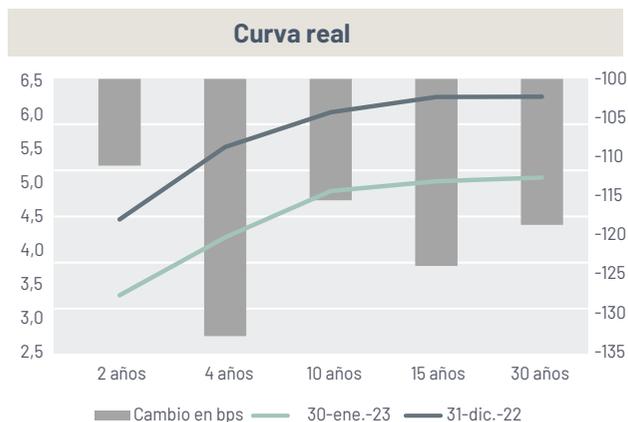
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante la primera reunión del año de Política Monetaria, el BanRep tomó la decisión de incrementar la TPM en 75pbs, ubicándola en 12.75%. Dicho movimiento estuvo motivado por el dato de inflación de diciembre que fue superior a lo esperado por el mercado y que ubicó la inflación para cierre de año en 13.12%; sin embargo, el movimiento fue menor a lo esperado por el mercado (100pbs), debido a que en el análisis de crecimiento económico se demarcó desaceleración durante el cuarto trimestre del año medido según el índice de seguimiento a la economía (ISE).

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

DURACIÓN

Debido al buen dinamismo y recuperación del mercado local, continuamos con nuestro apetito de favorecer incrementos graduales en la duración de las carteras locales en títulos que hagan parte del *belly* de la curva nominal, dado que son los nodos donde observamos un 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

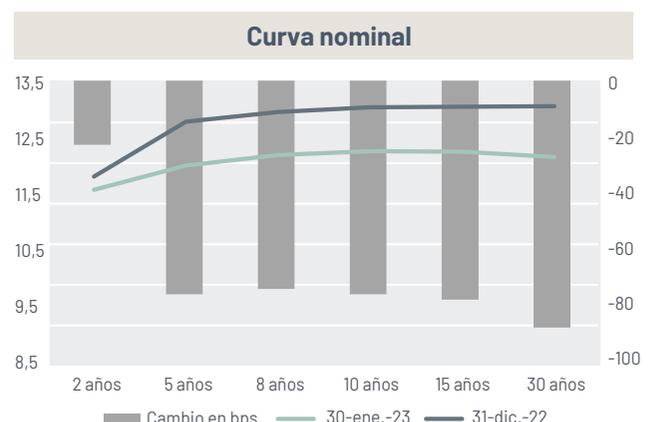
Durante el mes de enero las curvas soberana nominal y real presentaron valorizaciones. En la curva nominal la parte media y larga presentó el mejor desempeño con valorizaciones de 80pbs, por su parte, la curva real se desplazó con valorizaciones de 100pbs a lo largo. La curva OIS presentó desvalorizaciones en el tramo corto debido al último movimiento en la TPM, sin embargo, para los tramos de la parte media y larga se presentó una apreciación de 40pbs en promedio. La curva descuenta un movimiento de 25pbs en la próxima reunión y una tasa terminal del 13%.

CORPORATIVOS

Favorecemos posiciones en instrumentos corporativos AAA vs. soberanos dados los actuales niveles de *spread* que se encuentran en niveles históricos, en promedio el *spread* de la deuda nominal se ubica sobre 530pbs y para los títulos reales sobre 358pbs. Recomendamos monitorear de cerca la liquidez del mercado dado que, en escenarios de baja liquidez, los títulos soberanos son apetecidos por encima de la deuda corporativa.

REAL VS. NOMINAL

En línea con el mes anterior, continuamos favoreciendo títulos indexados para periodos de tenencia que no superen los 1.5 años; para plazos superiores recomendamos sobreponderar títulos nominales ya que consideramos que el ciclo inflacionario, aunque podría persistir durante el primer trimestre, llegaría a su fin dando espacio a una desaceleración en el indicador. Para efectos de deuda corporativa el escenario es similar, sin embargo, para tenencias de hasta 1 año favorecemos los títulos en IPC y para tenencias de hasta 1.5 años los títulos en IBR.





RENTA VARIABLE LOCAL

ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de enero el mercado local presentó un comportamiento muy estable de 0.5% m/m en moneda local y positivo en dólares (+4.3%); pero por debajo comparado al buen desempeño de América Latina (+9.9%). A nivel interno, este comportamiento es explicado principalmente por el buen desempeño del sector de petróleo & gas (+10% m/m), además de fuertes valorizaciones en compañías relacionadas al sector de minería (+28% m/m) y telecomunicaciones (+10% m/m). Los sectores que aportaron negativamente fueron servicios públicos y materiales, con caídas de -7% m/m en ambos casos. Por su parte, el sector financiero, el cual tuvo un 2022 de mejor desempeño frente al Colcap, inició el año valorizándose en 1%.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Continuamos con el sesgo positivo en el sector *oil & gas* producto de una dinámica resiliente en el precio de los *commodities* 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 para la primera parte del año. Por su parte, tanto el segmento de servicios públicos (*utilities*) como el de consumo siguen siendo donde tenemos menor convicción, dados los riesgos asociados a discursos políticos en la regulación de los servicios y el bajo descuento relativo que presentan frente a otros sectores de la muestra.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





URUGUAY

Luego de un tercer trimestre negativo, la actividad se recupera

CRECIMIENTO ECONÓMICO

A pesar de la contracción que vimos en 3T22, la actividad parece recobrar dinamismo hacia el cierre del año y comienzos del 2023. Si bien la sequía está teniendo impacto en el sector agropecuario y de generación de energía eléctrica, la temporada turística ha sido bastante auspiciosa, alcanzando niveles pre-pandemia. Junto con ello, algunos indicadores relacionados al comercio también muestran señales de aceleración en el consumo de los hogares hacia fin de año. Por su parte, el empleo muestra una mejora y reduce las pérdidas de los primeros nueve meses del año.

INFLACIÓN

El año cerró con una inflación de 8.3%; en diciembre de 2021 los analistas esperaban en mediana un 6.9% para 2022, lo que habla del fuerte empuje inflacionario no anticipado sufrido. Para este año y el siguiente las expectativas se redujeron a 7.1% desde 7.3%, y a 6.6% desde 6.8% para 2024, aunque aún en ambos casos se mantienen por fuera del rango meta (3% - 6%). La inflación de diciembre, que suele ser negativa, se ubicó en -0.26% bastante en línea con la expectativa (-0.30%).



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 30 de diciembre, el Banco Central del Uruguay decidió aumentar la TPM en 25pbs, llevándola a 11.5%. Una desaceleración de la inflación mayor a la prevista le permitió un aumento inferior a lo que había señalado en su última reunión y también a lo que fueron sus últimas cuatro subidas de 50pbs cada una. A su vez, el BCU indicó que no prevé nuevos incrementos de tasa dado el contexto actual, pero que seguirá monitoreando la coyuntura local e internacional para asegurar la convergencia de la inflación y sus expectativas.

TIPO DE CAMBIO

El dólar experimentó una fuerte caída (-3.47%) en el primer mes del año y acumula en los últimos 12 meses un retroceso de 12.4%. El descenso del mes estuvo en línea con el debilitamiento que sufrió la divisa norteamericana a nivel global, donde las expectativas de una fuerte desaceleración de la inflación en EE. UU. y la reapertura de la economía china siguieron alimentando una visión a favor de la toma de riesgo, restándole importancia a los discursos más duros desde el frente de la política monetaria. La perspectiva es que esta tónica se mantenga en el corto plazo.





RENDA FIJA LOCAL

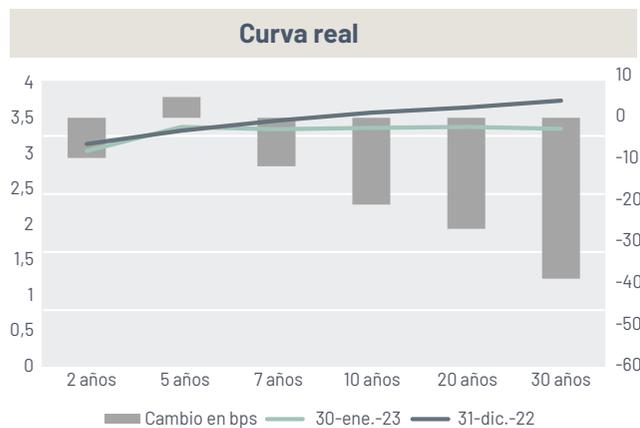
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

El sentimiento de mercado se mantuvo constructivo durante el primer mes del año predominando caídas en los niveles de tasas, particularmente en los tramos largos de las curvas. Si bien, sobre fines de diciembre la postura compradora parecía desvanecerse, con el inicio de año se renovó el optimismo, a partir de una inflación que continuó desacelerándose, y que permitió al Banco Central, en su última reunión del año, aumentar la tasa de referencia en un ritmo menor al que anteriormente había señalado y dando la pauta de haber llegado al fin de su ciclo de subidas de tasa de interés.

RENDA FIJA	ENERO	FEBRERO
Duración	N UW	N
Curva	N OW	UW
Reales vs. Nominales	UW	N

DURACIÓN

Los mercados parecen adelantarse incorporando en los precios recortes de tasas para este año, lo que viene teniendo un buen correlato con la desaceleración observada en la inflación. Sin embargo, llevar la inflación al nivel objetivo requerirá de un esfuerzo adicional desde la política monetaria. Particularmente, los últimos puntos porcentuales requerirán de una mayor holgura en la economía, que no se cerrarían sino hasta ver un aumento en el desempleo. La resiliencia que ha mostrado la actividad hasta el momento sugiere que es necesario mantener tasas altas por un período mayor al que descuenta el mercado.



Expectativas de inflación

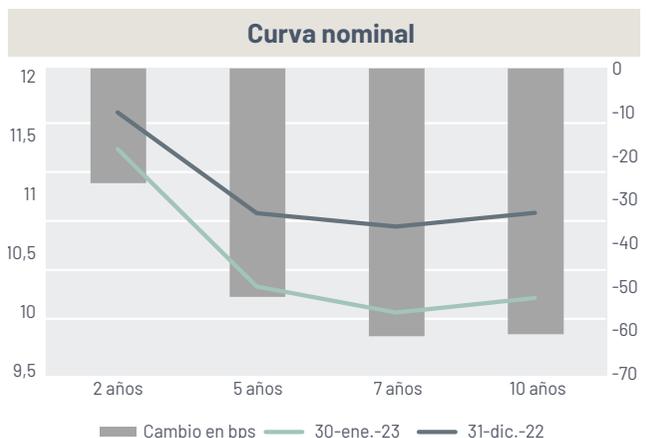


CURVA

Mientras que por un lado la estacionalidad de la inflación continuará presionando la parte corta de la curva en UI hacia el empinamiento, el mayor devengo que ofrecen las partes cortas de las curvas de tasas nominales y de dólares los hacen especialmente atractivos de cara a un posible ajuste de expectativas, con un vuelco hacia condiciones financieras más restrictivas. Una actividad resiliente, un mercado laboral tirante y un discurso duro desde la política monetaria podrían hacer que los inversores se desprendan de las partes largas de las curvas reduciendo su pronunciada forma invertida.

NOMINALES VS. REALES

El nivel de tasas reales de corto plazo luce atractivo en comparación con las tasas nominales y la expectativa de inflación. La escasa liquidez en este tipo de instrumentos lleva a que su valorización responda la mayor parte del tiempo a una lógica de construcción de curva y no a lo que podría ser una dinámica de mercado. No obstante, superados estos meses de fuerte estacionalidad de la inflación, un Banco Central que no hará el *delivery* de los recortes que el mercado espera, traerá nuevas presiones al alza en el nivel de tasas reales.



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.

