

AGOSTO 2023

# One House View

Resiliencia económica impulsa el optimismo en el mercado, generando un *rally* en la renta variable

## CONTENIDO

01 Escenario económico internacional >

02 Perspectivas internacionales >

03 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.

## 01 ESCENARIO ECONÓMICO INTERNACIONAL

### Datos en Estados Unidos continúan reafirmando la resiliencia de la economía más grande del mundo

Desde el frente económico, durante julio destacaron los datos de actividad e inflación en China y Estados Unidos, así como las reuniones de política monetaria de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas del mundo.

Con respecto al gigante asiático, el crecimiento anual del producto durante el segundo trimestre fue del 6.3%, ubicándose por encima de la dinámica observada en otras economías. Sin embargo, no alcanzó las expectativas de mercado, confirmando nuevamente la pérdida de *momentum* en la recuperación de la actividad.

Lo contrario ocurrió en Estados Unidos, país en el que el PIB presentó una variación interanual del 2.4% durante el último trimestre, superando ampliamente el 1.8% esperado por los analistas. En una nota similar, la inflación del mes de junio también arrojó sorpresas positivas, y la variación acumulada en el nivel de precios se contrajo hasta 3.0%, un punto porcentual por debajo de la lectura anterior.

Por último, y alineándose a lo que esperaba el mercado, durante el mes de julio la Reserva Federal de los EE. UU. y el Banco Central Europeo decidieron incrementar sus respectivas tasas en 25pbs.

RECOMENDACIÓN	JUNIO	JULIO	AGOSTO
<b>RENDA VARIABLE DM</b>	-	-	-
EE. UU.	-	=	=
Eurozona	=	-	-
Japón	=	=	=
<b>RENDA VARIABLE EM</b>	+	+	+
Asia ex-Japón	+ +	=	=
Latinoamérica	=	+	+
<b>RENDA FIJA INTERNACIONAL</b>	=	=	=
Tesoro Americano	+	+	=
Grado de inversión	+	+	+
Alto devengo	-	-	-
Deuda emergente moneda dura	-	-	=
Deuda emergente moneda local	=	=	=

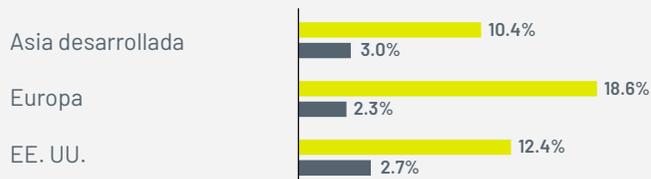
## 02 PERSPECTIVAS INTERNACIONALES

### Comenzamos a alargarnos en duración a medida que mejoran las perspectivas económicas

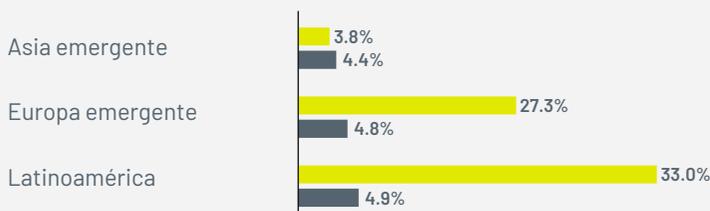
A pesar de que la Reserva Federal dejó abierta la opción de incrementar tasas según la evolución de la inflación, el sentimiento de mercado se ha mantenido positivo ante datos económicos que reflejan la resiliencia en EE. UU., disminuyendo las probabilidades de recesión para este año. Dado que los niveles de tasas ya están altos, hemos decidido asumir un poco más de riesgo y beneficiarnos del sentimiento optimista del mercado mediante una mayor duración en los portafolios. Sin embargo, mantenemos una postura neutral entre la renta variable global y la renta fija, a la espera del fin de

la temporada de resultados corporativos en EE. UU.; donde, si bien las sorpresas han sido positivas hasta el momento, el crecimiento de utilidades ha mostrado cierta debilidad. Dentro de la renta fija, en línea con la postura más pro-riesgo, hemos optado por cerrar la posición entre créditos corporativos y papeles de Gobierno, prefiriendo activos más seguros dentro de los primeros, como *Investment Grade*. En cuanto a la renta variable, seguimos favoreciendo mercados emergentes por sobre desarrollados, debido a su ciclo de política monetaria más avanzado y un mayor potencial al alza en sus utilidades.

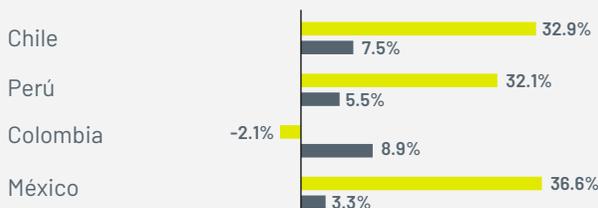
#### MERCADOS DESARROLLADOS



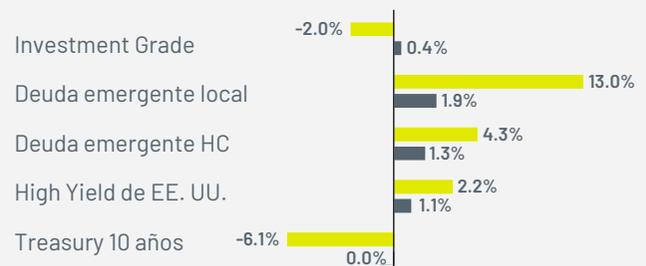
#### MERCADOS EMERGENTES



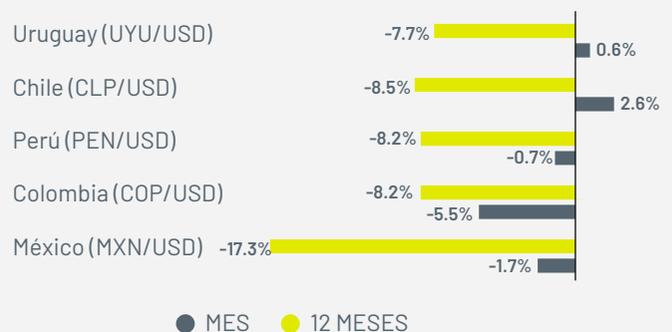
#### MERCADOS LOCALES



#### RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



#### RETORNOS DIVISAS



Retornos expresados en dólares



## 03 ANÁLISIS POR PAÍSES

## MÉXICO

**Buen mes para los activos locales y la actividad; riesgos inflacionarios persisten**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El PIB 2T23 se expandió 0.9% respecto al trimestre anterior, en línea con las estimaciones del mercado y consistente con el 1% del trimestre anterior. Todos los sectores contribuyeron: servicios con 1%, mientras industria y actividades primarias con 0.8%. En términos anuales, el PIB se mantuvo en 3.7%. Otros indicadores revelan el buen momento económico, soportado en el crecimiento real de los salarios y bajo desempleo que disfruta el país. Se espera un avance en torno del 2.4% este año.

### INFLACIÓN

En la primera mitad de julio, la inflación general (0.29%) y subyacente (0.22%) estuvieron por arriba del consenso y de la lectura anterior. Con esto, la lectura anual para el primero pasó de 5.2% a 4.8%, mientras que para el segundo pasó de 6.9% a 6.8%. La inflación subyacente se mantiene significativamente por encima del objetivo y de los pronósticos del Banco Central, debido al apartado de "otros servicios" que desde abril va al alza. Se espera una inflación del 4.3% para cierre de año.

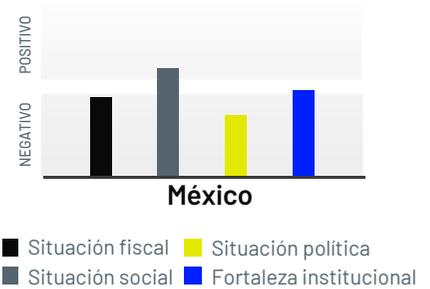
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Banxico divulgó a principios de mes la minuta de su reunión de política monetaria de junio, en donde se mantuvo la tasa objetivo en 11.25%. Los funcionarios reiteraron la importancia de mantener la postura en este nivel por un período de tiempo prolongado, a fin de que surta el efecto deseado sobre la inflación, sobre la cual mantienen un balance negativo. El mercado espera que el próximo movimiento sea un recorte a fines de año, pese a las reservas expresadas al respecto en la minuta.

### TIPO DE CAMBIO

El MXN se apreció 1.4% respecto al dólar en julio. El *carry* en tasas de corto plazo se ha reducido al igual que el ímpetu de apreciación. Sin embargo, los CDS mejoraron gracias al buen sentimiento y riesgos políticos o regulatorios contenidos, mientras que la volatilidad se mantiene baja. Dado el impacto observado en las exportaciones, importaciones, remesas e inflación de mercancías, es razonable pensar que el peso está sobrevaluado. Se espera para el cierre de año una paridad de 17.50.

### 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	1.8%	2.4%	3.2%
INFLACIÓN	4.20%	4.30%	4.96%
TPM	10.00%	10.90%	11.25%
FX	16.60	17.50	20.00

### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN





### RENTA FIJA LOCAL

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La tasa a diez años mostró volatilidad en julio, subiendo 19pbs y borrando la caída de junio. La presión provino de las tasas norteamericanas, que a su vez respondieron a un discurso duro por parte de la FED. Aún no se aprecia una reacción clara al deterioro de aquellos componentes de inflación más sensibles a las presiones de demanda, dado que las inflaciones implícitas variaron poco. Mantenemos una postura neutral en el activo en espera de señales claras y positivas por parte de Banxico.

#### DURACIÓN

Con Banxico en pausa, no anticipando recortes y conteniendo la idea de futuros recortes en la tasa objetivo, su preferencia por mantener la tasa en su actual nivel por un tiempo prolongado fue desarrollada en las minutas. Con las presiones externas disipándose y las condiciones internas no cediendo, el escenario de inflación es complejo e incierto. Pese a lo anterior, las tendencias actuales permiten anticipar un eventual inicio del ciclo de recortes, lo que nos hace privilegiar la duración.

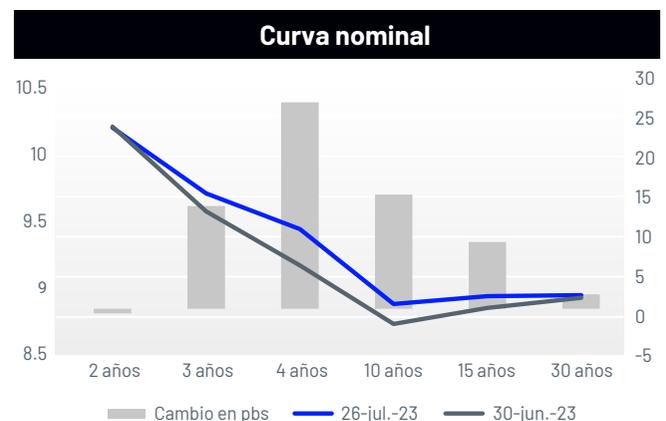
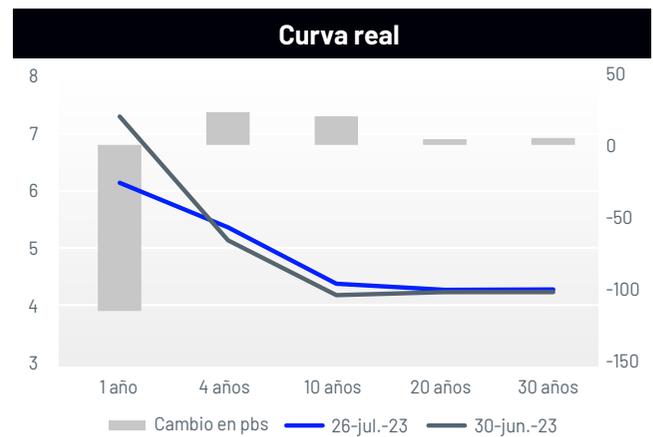
#### CORPORATIVOS

Los *spreads* de crédito corporativo y bancario se han comprimido importantemente por el efecto de alta liquidez y poca oferta. No obstante, mantenemos el interés por capturar *carry* en emisores que diversifiquen las carteras, privilegiando un enfoque de selectividad en el mercado de crédito local con opción a emisores globales. Esto, acompañado del buen estado de salud corporativo y las revisiones al alza de crecimiento, nos inclina a seguir favoreciendo esta clase de activos.

#### REAL VS. NOMINAL

El devengo inflacionario se ha reducido con creces en el semestre, gracias a la firme caída de la inflación no subyacente. A su vez, las inflaciones implícitas están alineadas con las expectativas de los analistas, por lo que los Udibonos no agregarían mayor valor a los portafolios en el mediano plazo. Esto, sumado al eventual ciclo de recortes de Banxico (etapa que debiera beneficiar más a las tasas nominales que las reales), nos motiva a seguir sobreponderando los MBonos sobre los Udibonos.

RENTA FIJA	JULIO	AGOSTO
Duración	OW	OW
Corporativos	OW	OW
Tasa real	UW	UW





### RENDA VARIABLE LOCAL

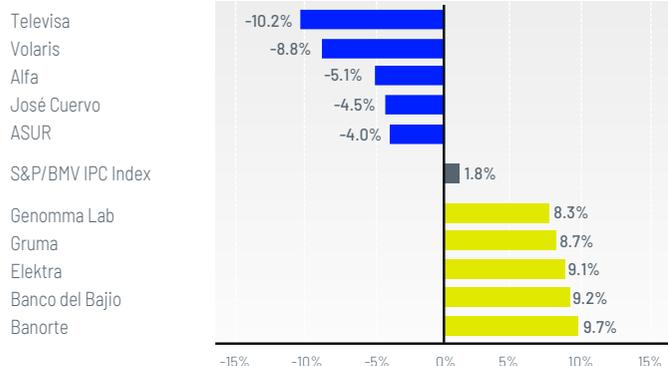
#### ANÁLISIS DE MERCADO

El IPC registra un avance del 2.3% en julio, recortando distancia respecto a los niveles alcanzados en mayo. La temporada de reportes ha sido positiva hasta el momento, justificando el *rally* de los últimos días del mes, el cual ha alcanzado la mayor parte de los sectores que componen el IPC: materiales, industriales, consumo discrecional y financieros. Sin embargo, telecomunicaciones y consumo básico retrocedieron en julio. Las grandes emisoras del índice, Walmex y América Móvil, mostraron variaciones de 2.5% y -3%, respectivamente.

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Las valorizaciones son razonables frente a su historia, estando apuntaladas por el buen sentimiento de mercado y la prospectiva de recortes en TPM que han motivado caídas de relieve en las tasas largas de mercado desde marzo. Las expectativas de utilidades muestran resiliencia y crecimientos anuales positivos. Súmense revisiones al alza en crecimiento del PIB, riesgos regulatorios disminuidos, que el consenso está mayoritariamente largo en la bolsa local, y que los flujos de extranjeros siguen siendo positivos. Todo esto nos motiva a seguir favoreciendo este universo de activos.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

#### EPS Trailing & Forward





### Desempeño positivo de activos locales frente a expectativas de recorte en tasas

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de mayo cayó un 2% en comparación al año anterior, inferior al -1.7% esperado, explicado principalmente por la contracción en minería y comercio. En el IPoM de junio, el Banco Central revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento del 2023 desde el rango de -0.5% a 0.5% a un nuevo rango de -0.5% a 0.25%. Pese a lo anterior, el mercado ha mejorado sus expectativas para este año al ya no anticipar contracción, aunque tampoco esperando crecimiento respecto a 2022.

#### INFLACIÓN

El IPC de junio registró una variación mensual de -0.2%, resultando en una medida a 12 meses del 7.6%, ambas cifras por debajo de las expectativas de mercado de 0.1% y 7.9%, respectivamente. Por otro lado, la medida que excluye los elementos volátiles registró una variación de 0.0%, presentando una variación anual de 9.1%, cifra inferior al 9.9% registrado en mayo, sugiriendo que las presiones inflacionarias están disminuyendo.

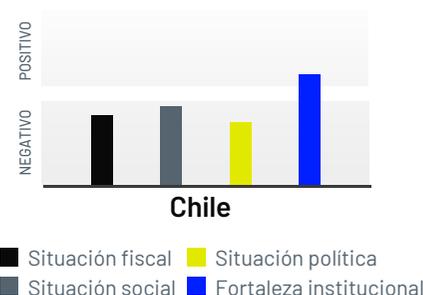
#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Después de 9 meses de pausa monetaria, el Banco Central dio inicio al ciclo de baja en tasas, al reducir de manera unánime 100pbs la tasa de referencia, llevándola 10.25% y sorprendiendo con ello al mercado que esperaba un recorte de 75pbs. La institución explicó que el escenario macroeconómico sigue siendo coherente con lo proyectado en junio, y aunque la inflación se redujo más rápido de lo previsto, la magnitud y temporalidad de la reducción de tasas dependerá de la evolución del escenario económico y su impacto en la inflación.

#### TIPO DE CAMBIO

Durante julio, el tipo de cambio presentó una tendencia a la depreciación, con un aumento aproximado de \$20 en el mes. Esto se debe a que el diferencial de tasas entre el país y EE. UU. se ha ido comprimiendo, a medida que las tasas de corto plazo en Chile se ajustan ante las expectativas de recorte de tasas, mientras que en EE. UU., la FED continúa con una política monetaria contractiva.

#### MONITOR POLÍTICO



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

#### EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-1.0%	0.0%	0.3%
INFLACIÓN	4.00%	4.35%	6.13%
TPM	7.50%	8.40%	9.25%
FX	780	815	850

#### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN





## RENDA FIJA LOCAL

### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante julio, las tasas experimentaron en general un comportamiento al alza, impulsadas por una corrección luego de las fuertes caídas ocurridas en junio. Sin embargo, los nodos de corto plazo de los instrumentos nominales fueron una excepción, donde las menores expectativas de inflación a corto plazo llevaron a una disminución en las tasas.

### DURACIÓN

Las presiones inflacionarias han ido descendiendo en línea con la desaceleración de la dinámica local y la caída del consumo privado. Se espera que esta tendencia continúe, lo que implicaría una disminución de la inflación y respaldaría un ciclo de recortes de tasas por parte del Banco Central. En este sentido, recomendamos considerar activos de mayor duración en las carteras de inversión.

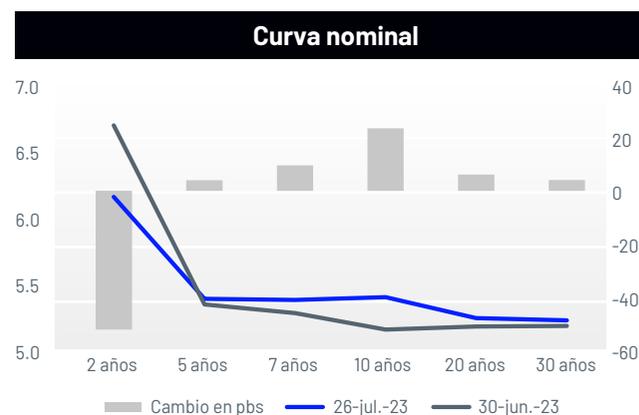
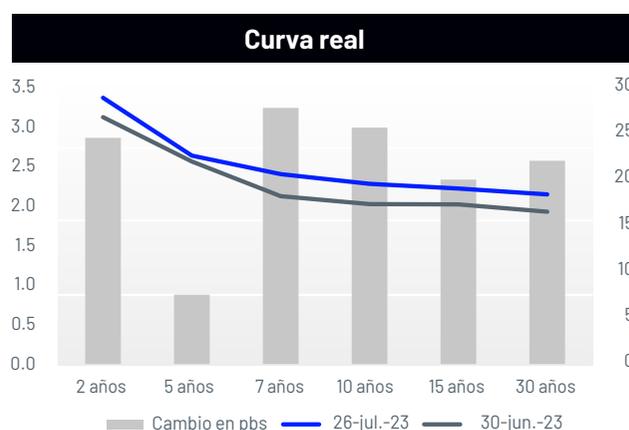
### CORPORATIVOS

En cuanto a la deuda corporativa, se observa una reducción generalizada de los *spreads*, especialmente en los instrumentos de mayor calificación, como los A y AA. Esta tendencia se atribuye a la percepción de menores riesgos a nivel país, como se refleja en la disminución de los CDS a 5 años, que se encuentran en su menor nivel desde septiembre de 2021.

### REAL VS. NOMINAL

Continuamos marcando preferencia por inversiones en bonos nominales en lugar de bonos reales, dado que preveemos que la desaceleración de los precios persistirá, respaldada por las recientes lecturas de inflación, donde incluso la subyacente ha disminuido. La tendencia a la baja en los precios de las materias primas y alimentos, la estabilización en el tipo de cambio y la desaceleración económica, en especial del consumo, han contribuido a disminuir las presiones inflacionarias.

RENDA FIJA	JULIO	AGOSTO
Duración	OW	OW
Corporativos	N	N
Tasa real	UW	UW





### RENTA VARIABLE LOCAL

#### ANÁLISIS DE MERCADO

En julio, la bolsa local mantuvo un rendimiento excepcionalmente positivo, alcanzando nuevos máximos históricos y posicionándose como el índice con mejor rendimiento en la región. El buen desempeño se debió a las expectativas de recortes en tasas por parte del Banco Central en su reunión de política monetaria de julio, así como a un mejor sentimiento global que también benefició a otras bolsas latinoamericanas.

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos una visión positiva en la renta variable local, ya que a pesar del avance reciente, las valorizaciones aún se mantienen atractivas, las expectativas de crecimiento mejoraron, y el *momentum* y la visión del consenso también respaldan al índice. Dada la pérdida de capital político por parte del Gobierno y el rechazo de reformas más radicales, los riesgos políticos se estabilizaron. Aún así, la desaceleración esperada y la estabilización observada en las utilidades deben ser tenidos en cuenta.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



#### EPS Trailing & Forward





**A la espera del nuevo ciclo de recortes; resultados positivos en activos locales**

### CRECIMIENTO ECONÓMICO

El PIB mensual de mayo mostró un retroceso de 1.3% respecto a abril, lo que colocó al crecimiento anual en -1.4%, por debajo de lo esperado por el mercado y lo observado en el mes anterior. El impacto negativo se observó principalmente en pesca y manufactura, a causa de los efectos nocivos de “El Niño” en las costas del norte y centro; asimismo, en construcción, por el aumento de los costos del capital. Esto provocó nuevas revisiones negativas sobre el crecimiento, ahora situadas en 1.7% para 2023.

### INFLACIÓN

La inflación de junio varió -0.15% respecto a mayo, con lo que la lectura anual pasó a 6.5%, por debajo de expectativas. La inflación subyacente avanzó 0.15%, situando el anual en 4.4%. La sorpresa deflacionaria se concentró en alimentos y bebidas gracias a la normalización de la producción de pollo y la moderación del precio del maíz y la soja, así como en transportes, gracias principalmente a la caída en combustibles. Con ello, la inflación fue revisada a 4.6% este año.

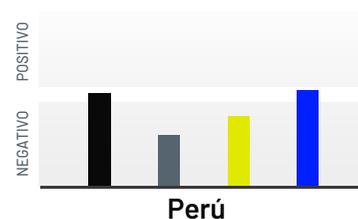
### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El BCRP mantuvo la tasa de referencia en 7.75% en su reunión de política monetaria más reciente. Los funcionarios reiteraron que la pausa no implica el fin del ciclo de alzas, y que futuros ajustes estarán condicionados por la información que se acumule sobre la inflación y sus determinantes. Sin embargo, en el comunicado se reconoce el buen comportamiento de esta, así que a comienzos del próximo año esperan alcanzar el rango meta. El mercado anticipa fuertes recortes para septiembre.

### TIPO DE CAMBIO

El sol tuvo una apreciación en el mes de 0.8%. Menores riesgos políticos ejercieron como un catalizador positivo para este y otros activos, toda vez que las nuevas protestas no han generado disrupciones de relieve. Dicho lo anterior, la situación sigue siendo delicada a cuenta de la baja aprobación presidencial, dificultando estar positivos en moneda. La revisión a neutral está sustentada en la mejora de factores fundamentales, que han permitido que las expectativas de depreciación se moderen.

### MONITOR POLÍTICO



- Situación fiscal
- Situación política
- Situación social
- Fortaleza institucional

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

### EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-0.20%	1.65%	2.30%
INFLACIÓN	3.70%	4.60%	5.90%
TPM	6.00%	6.65%	7.75%
FX	3.55	3.65	3.80

### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN





### RENDA FIJA LOCAL

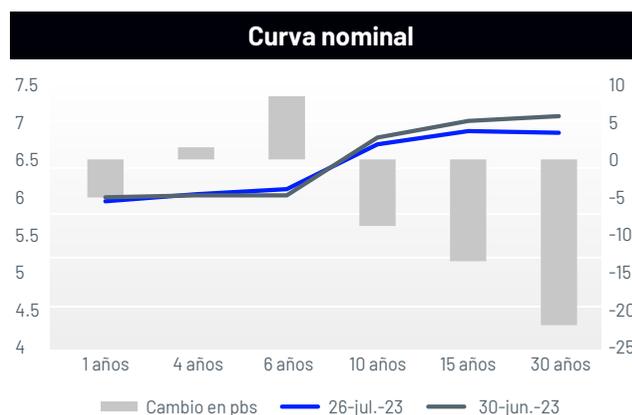
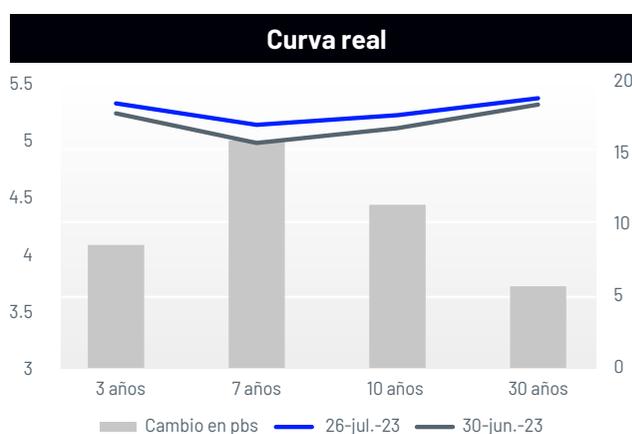
#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Aunque con volatilidad, la tasa de quince años bajó 12pbs en julio, en oposición a lo observado en los papeles del Tesoro Americano. Nos mantenemos neutrales en el activo, en espera de señales contundentes por parte del Banco Central, sobre inicio de un nuevo ciclo de recortes en la tasa de referencia. La inflación se ha enfriado al igual que sus expectativas, pero ambas métricas se mantienen por encima del rango meta, y existen riesgos asociados a factores climáticos y políticos.

#### DURACIÓN

La reducción de precios internacionales de alimentos y energía, y la reversión de choques de oferta en el sector agropecuario provocados por "El Niño", deberían permitir descensos adicionales de la inflación y de sus expectativas, elevando la tasa real *ex-ante* y *ex-post*. Debido a la fragilidad económica que atraviesa el país, las condiciones parecen propicias para recortes sistemáticos de la tasa de referencia, lo que nos motiva a cambiar la recomendación y favorecer la duración.

RENDA FIJA	JULIO	AGOSTO
Duración	N	OW





### RENDA VARIABLE LOCAL

#### ANÁLISIS DE MERCADO

En julio, la bolsa peruana mostró una ganancia de 3.7%, en línea con otras bolsas latinoamericanas. La recuperación del precio del cobre durante el mes y la reducción de la prima de riesgo local permitieron el avance, pese a la debilidad económica registrada recientemente y el pesimismo de las nuevas revisiones de PIB 23. Los sectores de minería, consumo, industriales y financieros tuvieron retornos positivos durante el periodo, en especial el primero, en donde se incluyen algunas de las principales emisoras del índice.

#### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Revisamos nuestra recomendación en bolsa, llevándola de negativa a neutral, a raíz del buen ímpetu registrado durante junio y julio, valorizaciones atractivas con respecto a su historia y sus pares, expectativas de utilidades cuyos crecimientos han dejado de empeorar, riesgos políticos que se están mitigando, un entorno macroeconómico menos retador una vez atravesados los embates más severos del “El Niño”, y recuperaciones adicionales en el precio del cobre a medida que la actividad global se reafirme.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



#### EPS Trailing & Forward





### Inflación empieza a ceder, pero debilidad persiste

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

En julio se conoció el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) para el mes de mayo, mostrando una expansión de la actividad de 0.65% frente al mismo mes de 2022 (0.56% con ajustes de estacionalidad y de calendario) y de 0.88% frente a la lectura de abril 23. Este resultado es consistente con las expectativas del mercado de un crecimiento real del PIB cercano a 1.5% para 2023, sustentadas en un consenso que anticipa aumentos materialmente menores del consumo público y privado vs. 2022.

#### INFLACIÓN

En junio, la inflación registró una variación de 12.13% a/a y 0.30% m/m, por debajo de las expectativas del mercado. La inflación núcleo empieza a estabilizarse y los aumentos observados en esta métrica durante el mes fueron marginales. El consenso mantiene una visión de moderación en el IPC que llevaría la inflación en 8.5% - 9.0% para el cierre de 2023 y el mercado de renta fija ya descuenta mejoras adicionales (inflación anual cercana a 6% a 12 meses).

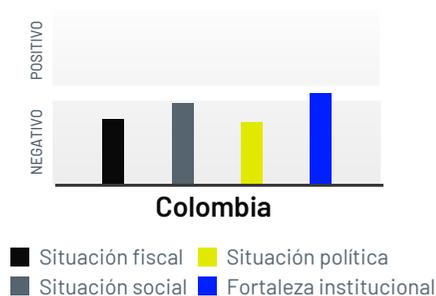
#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En junio, la junta directiva del BanRep, por unanimidad, mantuvo su tasa de referencia inalterada en 13.25%. La inflación se ha comportado de acuerdo con lo deseado por el banco, pero aún se encuentran en niveles altos, alejados de la meta; mientras que la desaceleración económica, aunque se ha sentido por cuenta de la acción de política monetaria, ha sido menos de lo esperado. Se recalcó que las futuras decisiones dependerán de la nueva información disponible.

#### TIPO DE CAMBIO

En julio, el COP continuó la senda de apreciación y tuvo una valorización cercana a 7%, que se suma al 8% del mes anterior y consolida al peso colombiano como una de las monedas más fortalecidas del mundo en 2023, con una recuperación de más de 22% (y cerca de 29% desde los mínimos de nov. 2022). Este comportamiento reciente es consistente con una menor percepción de riesgo político y una recuperación de los precios del crudo.

#### MONITOR POLÍTICO

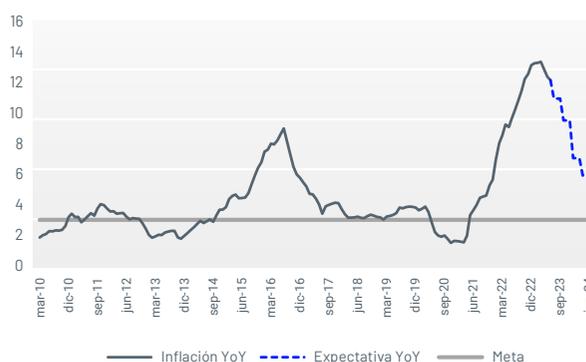


El monitor político se construye con base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discrecionales (negativo, neutral o positivo) a una serie de factores que se agrupan en: (I) situación fiscal, (II) situación social, (III) situación política y (IV) fortaleza institucional.

#### EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	0.2%	1.5%	2.0%
INFLACIÓN	8.4%	9.5%	10.3%
TPM	11.00%	12.15%	13.25%
FX	3,800	4,400	4,675

#### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN





### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La junta directiva del Banco de la República mantuvo inalterada su tasa de referencia durante la reunión de junio, sin expectativas de futuros incrementos (la decisión fue unánime). La inflación registró un 12.13% en junio, completando tres meses de desaceleración, esperando que esta tendencia se mantenga en el futuro cercano. La reducción marginal de riesgo político soportó reducciones de los márgenes a los que opera la deuda soberana en USD, por sobre los bonos del Tesoro Americano.

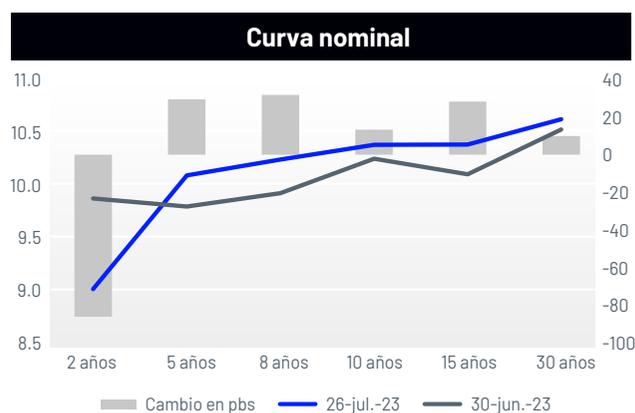
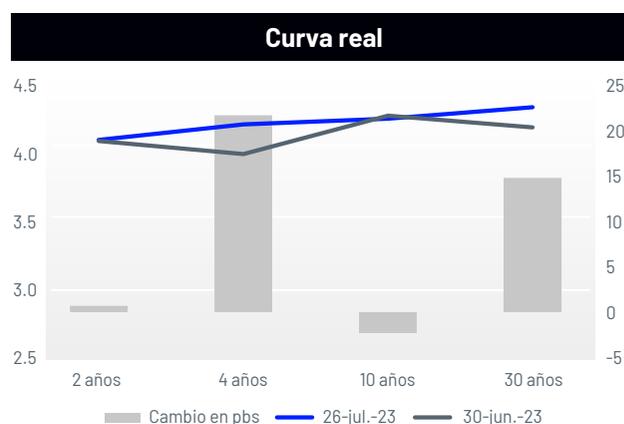
### DURACIÓN

Mantenemos una perspectiva favorable en duración. Esperamos que la tendencia de desaceleración en la inflación que hemos observado en los últimos tres meses continúe, lo que junto, a que los datos de crecimiento del primer trimestre han sorprendido a la baja, llevaría a que no se produzcan mayores incrementos por parte del Banco de la República.

### REAL VS. NOMINAL

Mantenemos una preferencia por bonos en UVR de la parte corta. En plazos más largos, favorecemos los bonos nominales buscando aprovechar una caída de la inflación. Adicionalmente, consideramos que la TPM podría haber alcanzado su nivel máximo, lo que abriría la puerta a potenciales recortes durante el último trimestre del año; considerando que los indicadores de precios reflejan mejoría y han sorprendido positivamente al mercado en las tres últimas lecturas mensuales.

RENTA FIJA	JULIO	AGOSTO
Duración	OW	OW
Tasa real	UW	UW





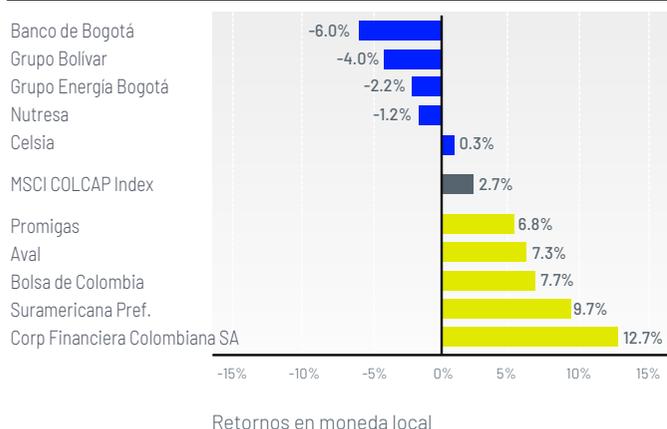
### ANÁLISIS DE MERCADO

El índice colombiano, al cierre del 27 de julio, experimentó un aumento de 3% en el mes, lo que permitió reducir el retorno negativo para lo corrido de 2023, que ahora se ubica en niveles cercanos a 9%; manteniendo, sin embargo, a la bolsa colombiana rezagada vs. el resto de la región, medida en moneda local. Este comportamiento reciente guarda concordancia con un mercado que anticipa el inicio de una política monetaria más expansiva en algún momento entre el tercer y cuarto trimestres de este año.

### ¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos una posición neutral, aunque negativa vs. otros mercados de renta variable de la región. Reconocemos las valorizaciones atractivas en el mercado y los descuentos vs. valor fundamental, pero las expectativas de utilidades son poco auspiciosas y las sorpresas económicas recientes no han sido favorables. Cuesta encontrar un catalizador de corto plazo que mejore el retorno esperado por riesgo de la renta variable, relativo, por ejemplo, al que ofrece la exposición al factor duración en renta fija.

#### Mejores/Peores desempeños del mes



#### EPS Trailing & Forward





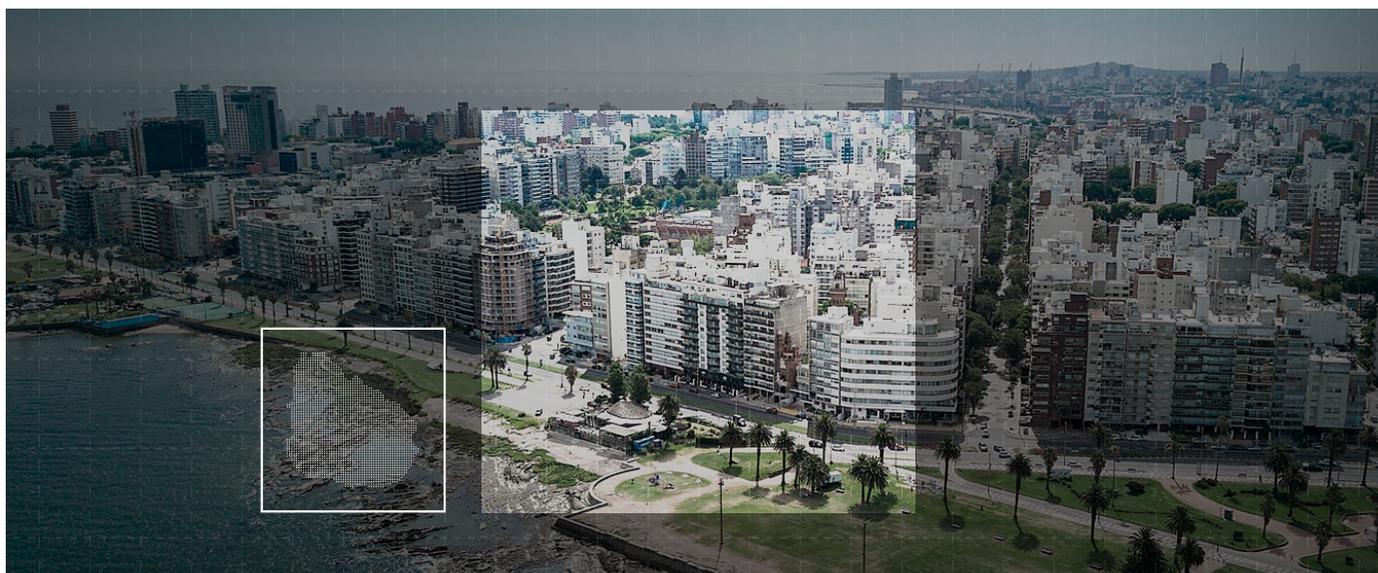
### Fin de la recesión técnica y mejoras en la inflación

#### CRECIMIENTO ECONÓMICO

A pesar del menor crecimiento esperado para el 2023, algunos indicadores económicos comienzan a mostrar mejoras. Durante el mes junio, la tasa de desempleo evolucionó a la baja, ubicándose en 8.2%. En contraste con esto, si bien el Índice de Volumen Físico de la industria manufacturera registró un aumento interanual de 0.9% durante mayo, el crecimiento promedio del indicador continúa desacelerándose, ubicándose en 0.7% acorde al último registro.

#### INFLACIÓN

Durante el último mes, la inflación volvió a sorprender positivamente a los mercados, con el registro de junio ubicando la variación anual de los precios en 5.98%, entrando de esta forma al rango meta del Banco Central (3% - 6%), y marcando además el menor registro en 13 años. Nuevamente, la desaceleración en el indicador estuvo influenciada por la caída en los precios de frutas y verduras, así como por el desempeño del tipo de cambio, que termina por incidir a la baja en el componente transable.



#### TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Durante su reunión de julio, y en línea con el buen dato inflacionario del mes anterior, el Comité de Política Monetaria sorprendió a los mercados con la decisión de recortar los tipos en 50pbs, estableciendo de esta forma su segundo recorte y ubicando la tasa de referencia en 10.75%. A pesar de que la baja en tasas fue mayor a la anticipada, se continúa esperando una caída gradual de la tasa en lo que resta del año, pero manteniéndose siempre dentro del terreno real positivo.

#### TIPO DE CAMBIO

En línea con el recorte en la tasa de referencia, durante el mes de julio la cotización del dólar presentó una ligera evolución al alza, cerrando el mes aproximadamente un 1% por sobre el nivel del último día de junio. A pesar de esta variación, el peso uruguayo acumula una apreciación del orden de 5.2% en lo que va del año, cifra que se acerca al 9% al considerar la trayectoria de la moneda durante los últimos doce meses.



### RENDA FIJA LOCAL

#### DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En línea con la tendencia reciente, la curva en pesos nominales presentó un comportamiento a la baja, siendo las mayores caídas en los nodos más largos de la curva. Además, el Gobierno lanzó al mercado un bono global con vencimiento 2033, estableciendo de esta forma un nuevo *benchmark* para la tasa en pesos a 10 años. Los activos en UI, por su parte, registraron un comportamiento mixto, con moderados aumentos en los tramos medios de la curva y caídas en los nodos cortos y largos de la misma.

RENDA FIJA	JULIO	AGOSTO
Duración	OW	OW
Tasa real	UW	UW

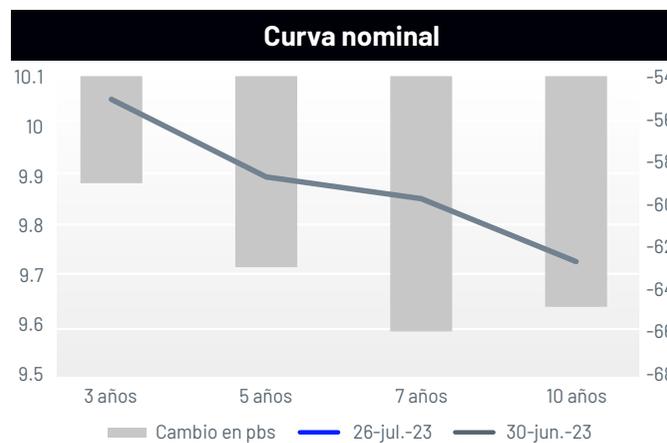
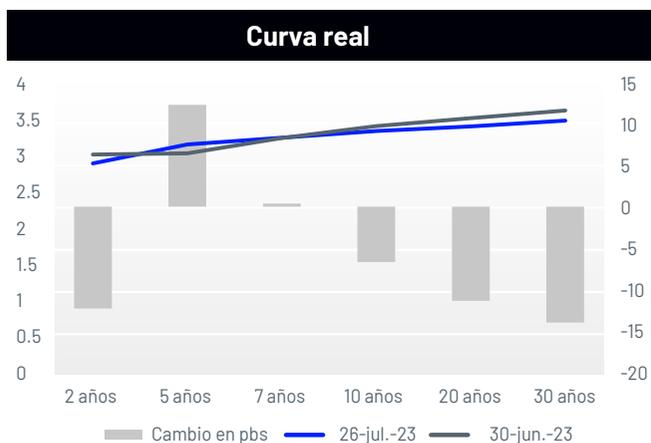
#### DURACIÓN

Atendiendo a la desaceleración de la inflación y el correspondiente ajuste en las expectativas de los analistas, y considerando además los recortes esperados para la tasa de política monetaria, mantenemos nuestra preferencia por las duraciones largas en los activos locales. Cabe destacar que este posicionamiento se encuentra en línea con los portafolios internacionales, para los cuales alargamos la duración durante el mes de julio.



#### NOMINALES VS. REALES

Dentro de la renta fija local, mantenemos nuestra preferencia por los activos denominados en pesos nominales, atendiendo a la importante disminución observada en la inflación y al nivel de tasas que, a pesar de las caídas registradas, se mantienen en un terreno atractivo. Asimismo, el inicio de un nuevo ciclo de recortes en la tasa de política monetaria deberá beneficiar en mayor medida a las tasas nominales que a las 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.