

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

Febrero 2022

1.28

One House View

Vemos un escenario macroeconómico favorable, pese a los ruidos provenientes del mercado

Contenido

- 1 | Resumen de la estrategia 
- 2 | Estrategia de inversiones 
- 3 | Nuestra opinión 
- 4 | Estrategia Latinoamérica 
- 5 | Análisis por países
 - México 
 - Perú 
 - Chile 
 - Colombia 
 - Uruguay 



Síguenos en LinkedIn 

y entérate de nuestras novedades



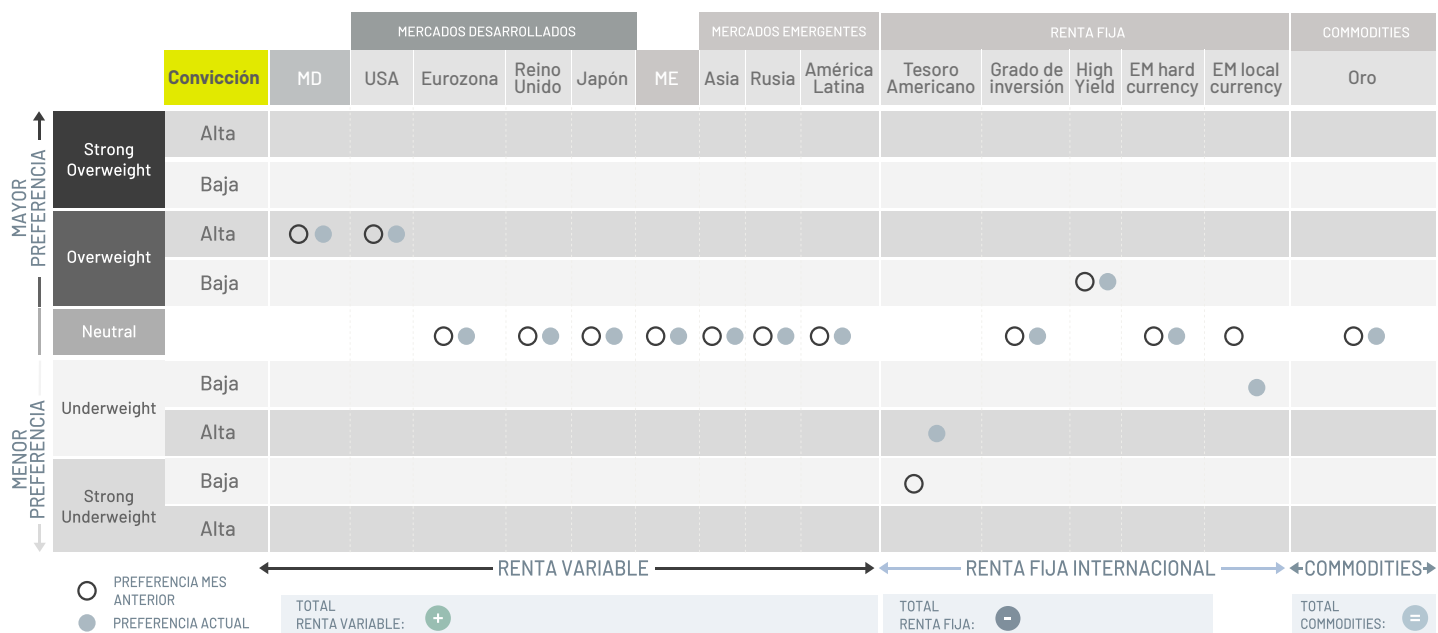
1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Mantenemos preferencia por renta variable

Si bien dentro de nuestro portafolio de renta fija mantenemos una visión poco constructiva en Bonos del Tesoro de Estados Unidos, disminuimos la convicción. Por un lado, hemos venido

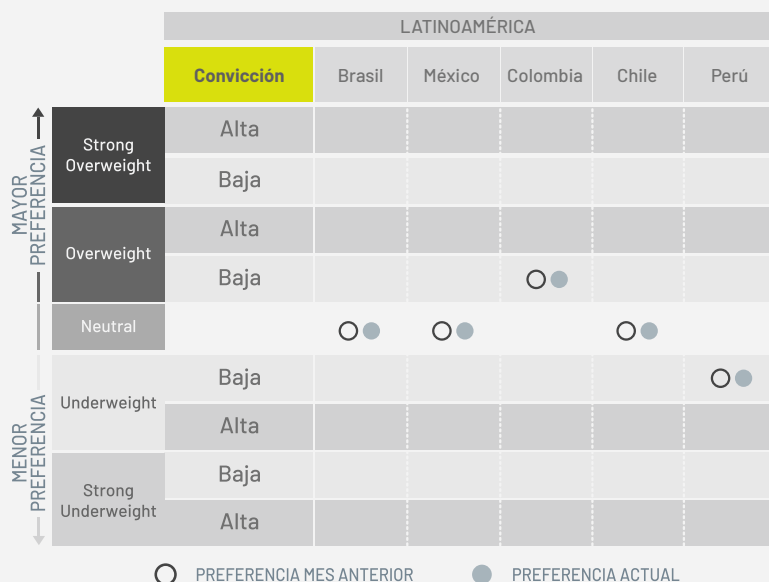
acotando el riesgo del portafolio en línea con una perspectiva de cambio en el ciclo económico, donde pasaríamos de una fase de expansión a una de desaceleración en los próximos trimestres y dado que las tasas de mercado ya habrían alcanzado niveles justos tras el fuerte incremento experimentado desde comienzos de diciembre. **Financiamos con deuda emergente en moneda local** ante positivas perspectivas para el dólar asociadas a la desaceleración del crecimiento, una Reserva Federal menos acomodativa e importantes tensiones geopolíticas entre Rusia y Occidente. A nivel general

de la estrategia, **mantenemos una preferencia por renta variable**, ya que, si bien la economía comenzará a mostrar un menor dinamismo, el crecimiento viene de un nivel muy alto por lo que seguirá siendo robusto, lo que se verá apoyado por saludables balances de los hogares en el mundo desarrollado, la necesidad de reconstruir inventarios y las inversiones que deberán hacer las empresas para hacer frente a la demanda. Renta fija continúa siendo nuestro financiador, ya que las tasas de interés podrían seguir enfrentando presiones al alza ante la persistencia de la inflación.



No realizamos cambios dentro de nuestra cartera latinoamericana

Dentro de la cartera latinoamericana no realizamos cambios. Mantenemos una preferencia por Colombia ante un alto precio del petróleo e interés de inversionistas por los activos locales. **Financiamos con Perú**, dado que esperamos que los problemas de gobernabilidad que enfrenta el Ejecutivo se mantengan durante todo el mandato. **En el resto de las regiones mantenemos la neutralidad.** Si bien se han disipado ciertos riesgos políticos en Chile y Brasil, nuestros modelos cuantitativos siguen entregando una nota poco constructiva para ambos países, lo que justifica la posición. Finalmente, la bolsa mexicana presenta positivos fundamentales. No obstante, el mejor desempeño que tuvo en 2021 con respecto a sus pares de la región limita el potencial alcista.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Sentimiento de *risk off* inunda a los mercados

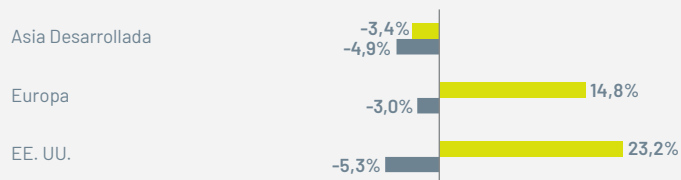
Durante enero la mayoría de los activos presentó importantes caídas. Tras esta situación está la fuerte subida en las tasas de interés de mercado en Estados Unidos, que a su vez se vieron influenciadas por un nuevo comunicado con un sesgo menos acomodativo por parte de la Reserva Federal. En línea con las altas valorizaciones –que se ven afectadas ante un alza en la tasa de descuento– las acciones norteamericanas fueron las más afectadas. **La excepción a la regla fue Latinoamérica**, que presentó un importante avance debido a que las valorizaciones se encontraban en niveles muy bajos y no se vieron afectadas por los movimientos en tasas. Adicionalmente, las materias primas se mantienen en niveles altos –pese a la aversión al riesgo– y se han disipado algunos ruidos políticos en la región, especialmente en Chile y Brasil.

¿Seguimos justificando una visión tan negativa en Bonos del Tesoro?

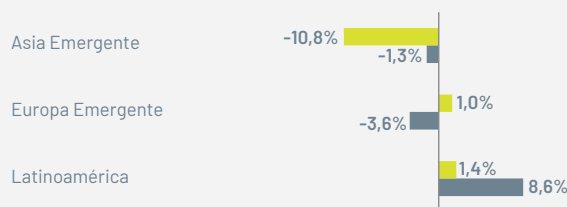
Hemos disminuido la convicción en el corto que traíamos en Bonos del Tesoro de Estados Unidos, pasando de un doble subponderar a un subponderar. Como ha sido la tónica de los últimos meses, hemos venido acotando el riesgo de nuestro portafolio, en línea con una señal de cautela proveniente tanto de nuestros análisis cualitativos como cuantitativos, que nos señalan que estaríamos dejando atrás la fase de expansión y estaríamos entrando a una fase de desaceleración en el mediano plazo. A lo anterior se suma la fuerte alza que experimentaron las tasas de mercado, donde el Bono del Tesoro a 10 años experimentó una subida de más de 40 puntos base desde comienzos de diciembre a fines de enero, acercándose al nivel que nuestros equipos de renta fija consideran como justo. **Es importante recalcar que no se trata de un cambio de visión con respecto al activo** –seguimos con una visión poco constructiva ante presiones inflacionarias persistentes y bancos centrales menos acomodativos–, sino de un cambio en la convicción de la posición. **Financiamos llevando la Deuda Emergente en moneda local a un subponderar** –desde un neutral–, algo que se fundamenta en que vemos que se mantendría la fortaleza del dólar en el corto plazo debido a una serie de factores. En primer lugar, el dólar es una moneda contracíclica, por lo que podría verse favorecido en la medida en que el mercado internaliza perspectivas de menor crecimiento, ya sea por el cambio de fase en el ciclo económico o por el impacto que la ola generada por la variante ómicron pueda tener sobre la actividad. En segundo lugar, hemos visto a una Reserva Federal cada vez menos acomodativa ante el reconocimiento de que la inflación sería más persistente de lo anticipado. Por último, las tensiones geopolíticas que se están desarrollando en el continente europeo también ayudarían a la fortaleza de la moneda norteamericana.

RETORNOS MERCADOS ACCIONARIOS

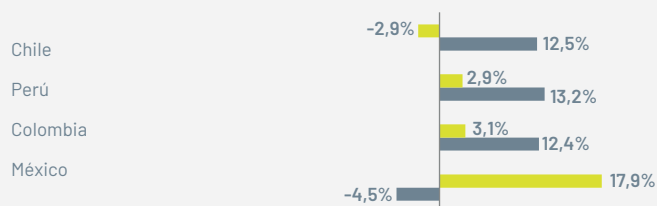
MERCADOS DESARROLLADOS



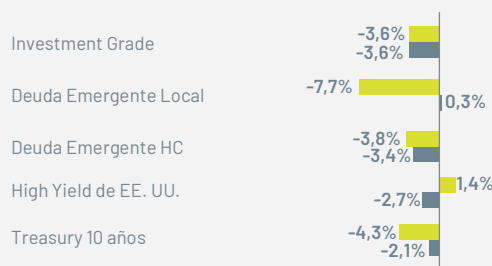
MERCADOS EMERGENTES



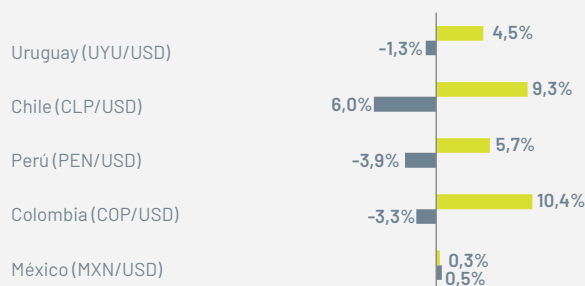
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



DEBEMOS PONER EL ESCENARIO ACTUAL EN PERSPECTIVA: EL TRASFONDO MACROECONÓMICO AÚN ES POSITIVO PARA LOS ACTIVOS DE RIESGO

A nivel general en la estrategia, mantenemos una preferencia por renta variable. Si bien, como mencionamos anteriormente, la economía comienza a mostrar signos de desaceleración, lo que tiene un impacto en el comportamiento de los diferentes activos y nos ha llevado a moderar el riesgo, puesto que **el escenario macroeconómico sigue siendo positivo para los mercados accionarios**. El crecimiento seguirá siendo sólido, ya que se está desacelerando desde un nivel muy alto, lo que dará soporte al crecimiento de las utilidades. Además, existen grandes cantidades de ahorro en los hogares del mundo desarrollado, se deben reconstruir inventarios y las empresas deben invertir en bienes de capital para hacer frente a la demanda de los consumidores. **Renta fija actúa como nuestro financiador**, mientras las tasas de mercado podrían verse presionadas al alza ante un reconocimiento por parte de los bancos centrales acerca de que la inflación sería más persistente de lo anticipado. **La FED, por su parte, en su última reunión intensificó el tono menos acomodativo** que había mostrado anteriormente, a lo que el mercado asumió que la primera alza de tasas se dará en marzo de este año, justo cuando termine el proceso de *tapering*, el cual ya había sido acelerado en diciembre. Actualmente, los consejeros de la Reserva Federal esperan tres alzas de tasa para este año, mientras que el mercado espera cuatro.

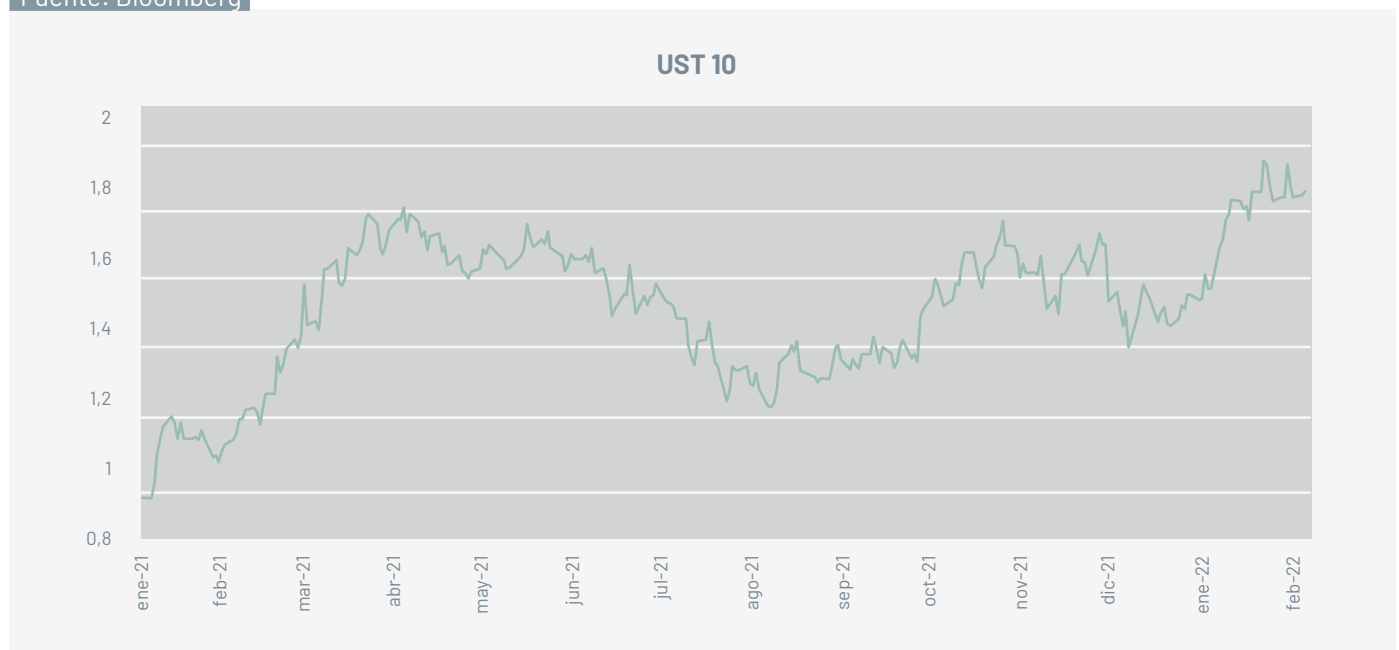
LA SELECTIVIDAD COBRA ESPECIAL RELEVANCIA ANTE LA TRANSICIÓN Y CONTEXTO PANDÉMICO CAMBIANTE

Dentro de renta variable no realizamos cambios de cara a febrero. **Mantenemos la preferencia por Estados Unidos** ante una mayor flexibilidad de sus autoridades frente a la última ola de coronavirus. Si bien las cifras de hospitalizaciones mostraron un incremento en semanas recientes, ya habrían alcanzado un *peak*, por lo que no esperamos que haya un cambio de sesgo en la lucha contra la pandemia en el gigante norteamericano. **En el resto de las regiones mantenemos la neutralidad**. Por un lado, en la Eurozona, las autoridades son más cautelosas y han impuesto medidas más estrictas, lo que ha tenido un impacto en los indicadores de actividad de servicios, mientras que la actividad manufacturera sigue aportando a la resiliencia de la región. El tema energético sigue siendo un riesgo para la región, especialmente ante nuevas tensiones geopolíticas entre Occidente y Rusia. Así, de haber mayores restricciones de acceso al gas ruso, sería la actividad manufacturera la que acusaría el mayor golpe.

En Japón mantenemos la neutralidad hasta que haya una confirmación de la rotación que se ha estado dando desde el factor *growth* al factor *value*. Finalmente, no realizamos cambios en emergentes. Si bien las valorizaciones se ven atractivas en algunos segmentos de la categoría y China ha comenzado a estimular tímidamente, estamos a la espera de un estímulo de mayor magnitud que confirme este cambio de sesgo por parte del Gobierno central chino, para comenzar a tomar posiciones en las economías expuestas al gigante asiático.

Fuerte subida del Bono del Tesoro a 10 años en los últimos meses

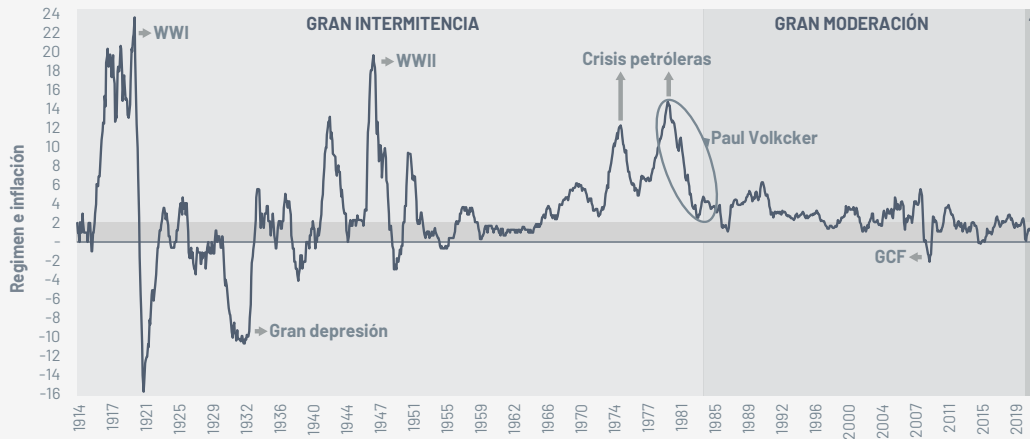
Fuente: Bloomberg



3. NUESTRA OPINIÓN

¿Nuevo régimen inflacionario?

Fuente: Bloomberg, SURA Investment Management



Nuestra visión de largo plazo, es que es altamente probable que veamos un cambio de régimen en la economía global.

Desde comienzos del siglo XX, el mundo estuvo sumido en un régimen inflacionario caracterizado por abruptas variaciones entre agudos periodos inflacionarios y deflacionarios.

Luego, dio paso a un nuevo régimen inflacionario que ha perdurado hasta nuestros días y se ha caracterizado por un largo periodo de inflación baja y estable.

Sin embargo, este periodo podría estar llegando a su fin, esperamos que los bancos centrales se enfoquen más en el empleo, para corregir parte de las distorsiones socioeconómicas que ellos mismos generaron.

Ello tendría importantes impactos en algunos activos, por lo que el monitoreo de estos factores se vuelve parte fundamental del análisis estratégico que realizamos en SURA Investment Management.

Nuestra visión de largo plazo, de 5 a 10 años, es que es altamente probable que veamos un cambio de régimen en la economía global. Para entender aquello, es necesario revisar algo de historia. Desde comienzos del siglo XX el mundo estuvo sumido en un régimen inflacionario caracterizado por abruptas variaciones entre agudos periodos inflacionarios y deflacionarios. Este régimen fue conocido como la Gran Intermitencia. Luego, a finales de los años 70, el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, quiso ponerle freno a esto, por lo que restringió fuertemente la liquidez que fluía hacia la economía, lo que provocó una importante alza en las tasas de interés con el fin de controlar los precios –con los fuertes impactos económicos que ello implicó– y dio paso a un nuevo régimen inflacionario denominado la Gran Moderación, que ha perdurado hasta nuestros días y se ha caracterizado por un largo periodo de inflación baja y estable. Esto se logró tras el reconocimiento de que la inflación está altamente influenciada por las expectativas futuras de la misma, por lo que Volcker, con su decisión, habría anclado las expectativas de inflación en niveles deseables.

En el largo plazo, los agentes de mercado comenzaron a confiar completamente en que los bancos centrales mantendrían la inflación controlada. Pero ello generó algunos costos: los periodos de desempleo se volvieron asimétricos y duraderos –mayor desempleo por más tiempo– y la tasa de interés de equilibrio cayó drásticamente limitando el espacio de acción de los bancos centrales y presionando al alza el precio de algunos activos. Eso implicó un aumento en la desigualdad.

Sin embargo, este periodo podría estar llegando a su fin. Esperamos que los bancos centrales se enfoquen más en el empleo para corregir parte de las distorsiones socioeconómicas que ellos mismos generaron, lo que dará paso a un nuevo régimen. Durante este nuevo régimen, veremos una mayor coordinación entre la política fiscal y la política monetaria –como ya vimos al comienzo de la pandemia en diferentes países– un viraje de prioridades en los objetivos –desde la inflación hacia el empleo– y una mayor dependencia a los datos en lugar de los pronósticos, es decir, mayor reactividad y menor proactividad. Sin embargo, esto se dará en un contexto donde algunos de los factores que ayudaron a mantener la inflación controlada durante la última década van en retirada –globalización, desregulación, privatizaciones, bajas de impuestos, etc.–.

En síntesis, este enfoque es más reactivo que proactivo, dejando correr la inflación para proteger al empleo en un contexto donde se disipan las fuerzas deflacionarias, lo que generará las condiciones para retornar a una inflación promedio mayor a la vista durante la última década, lo que podría impulsar al alza a la tasa de equilibrio en el largo plazo. Ello tendría importantes impactos en algunos activos, por lo que el monitoreo de estos factores se vuelve parte fundamental del análisis estratégico que realizamos en SURA Investment Management.



MÉXICO

4. ESTRATEGIA LATINOAMÉRICA

Aún no vemos los argumentos para posicionarnos favorablemente en la región.

Si bien se han disipado ciertos riesgos políticos en la región, especialmente en Chile y Brasil, y las bajas valorizaciones han demostrado ser una oportunidad, **mantenemos un posicionamiento neutral en el índice regional**, ya que nuestros modelos siguen entregando una señal de cautela. **En Chile, el presidente electo presentó a su nuevo gabinete**, donde destaca un giro al centro tras la inclusión de militantes y simpatizantes de partidos de centro-izquierda que no forman parte de la coalición que lo llevó al gobierno. Resaltó el nombramiento de Mario Marcel en el Ministerio de Hacienda, quien es un destacado economista que se mantenía como presidente del Banco Central hasta ser solicitado para el cargo. Él estará encargado de entregar calma a los mercados contribuyendo al control de la inflación y la estabilización de la deuda pública, cuestiones que son claves porque las propuestas del presidente electo suponen un importante incremento en el gasto. En Brasil, como mencionamos en la entrega anterior, Gobierno y Congreso se pusieron de acuerdo con respecto a las demandas que debe pagar el Estado y al nuevo paquete de ayuda social, manteniendo controlado el gasto.

Dentro de la cartera latinoamericana, mantenemos el largo en Colombia y el Corto en Perú. Respecto a la plaza colombiana, consideramos que, pese a la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales, un alto precio del petróleo, expectativas de buenos resultados corporativos e interés de inversionistas por los activos locales, justifican una visión favorable. **En cuanto a Perú, los problemas de gobernabilidad que enfrenta el país siguen siendo el principal argumento.** Tras la renuncia de algunos ministros, incluyendo a la primera ministra, el presidente Castillo anunció que removerá la totalidad de su gabinete. Este sería el tercer gabinete anunciado por el mandatario tras asumir hace seis meses. Pedro Francke, el ministro de Finanzas, de corte moderado y que tenía la tarea de relacionarse con el mundo privado y dar calma a los mercados, será reemplazado por Óscar Graham, quien hasta ayer se desarrollaba como director de mercados financieros y pensiones privadas en el Ministerio de Finanzas y cuenta con una vasta trayectoria en el servicio público, que incluye un paso como economista por el banco central. Consideramos el nombramiento de Graham como positivo, ya que mantendría el rol del saliente ministro (Francke). Sin embargo, no logra compensar la constante inestabilidad política que enfrenta el Gobierno. El nuevo gabinete debe enfrentar un voto de confianza ante el Congreso, el cual no será fácil, ya que hay partidos de oposición que ya se han manifestado en contra.

En México mantenemos la neutralidad, puesto que se han retomado las conversaciones por la reforma energética que impulsa el Ejecutivo y que busca darle una mayor participación al Estado en la generación, comercialización y transporte de la energía eléctrica. Sin embargo, no cuenta con los votos necesarios para aprobarla en ninguna de las Cámaras, por lo que es poco probable que, de pasar, lo haga tal como está actualmente.

COLOMBIA

PERÚ

URUGUAY

CHILE



5. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Mantenemos un posicionamiento neutral en México ante el buen desempeño respecto a sus pares de la región

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Luego de la fuerte contracción en 2020, el INEGI confirmó que la economía mexicana creció 5% durante 2021. Si bien durante el cuarto trimestre de aquel año se reportó una contracción de 0,1% en comparación con el trimestre anterior, el sector servicios, que representa alrededor del 60%, avanzó más del 4%, hecho que contribuyó a una cifra en línea con lo esperado. En términos de expectativas, en SURA Investment Management pronosticamos que la economía crecerá 2,8% en 2022. Sin embargo, especialistas privados estiman que esta cifra podría ser más cercana al 2,2%, según la última encuesta realizada por el propio Banxico, pronóstico adverso a pesar de la expectativa de crecimiento para EE. UU.

INFLACIÓN

La inflación general a la primera quincena de enero se ubicó en 7,13%, cifra menor al cierre de 2021. Durante las primeras semanas del 2022, la inflación no subyacente se incrementó más de 10%, a la vez que el factor subyacente lo hizo en 6,11%. Si bien se espera que la cifra general cierre este año en 4,27%, según especialistas privados encuestados por el banco central, la presión se acumula cuando el pronóstico de crecimiento económico en este mismo periodo es menor. En SURA Investment Management esperamos que la inflación alcance 4,1% a cierre de año.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Las actuales cifras de inflación explican en gran medida los ajustes hechos a la tasa de política monetaria implementados desde Banxico. Aunado a lo anterior, el inminente inicio del ciclo de alzas desde la Reserva Federal ubica a la expectativa de tasa de política monetaria del banco central local en 6,75%, hecho que representaría un incremento de 125 puntos base durante todo 2022. Desde SURA Investment Management esperamos que los incrementos sean algo menores ante un escenario de desaceleración. Por ello la interrogante, como es de esperarse, radica en la magnitud y en el cuándo de los ajustes.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El indicador DXY, con el que se compara la fortaleza del dólar frente a otras monedas duras, alcanzó 96,5 durante enero, nivel no observado desde julio de 2020. La fortaleza generalizada del dólar podría explicarse con el rebote económico en EE. UU. durante 2021, pero también por la aversión al riesgo registrada en meses recientes, tanto por la dinámica de inflación y temas geopolíticos en Europa como por la expectativa del consenso de mercado ante ajustes desde la FED. Ante este escenario, y relativo al peso mexicano, se esperan niveles de 21,2 MXN/USD a cierre de año que reflejarían una depreciación de poco más del 3% durante 2022.

TASAS DE INTERÉS

Durante el primer mes de 2022, hechos como la primera reunión de la FED, la publicación de cifras de crecimiento a nivel global, así como el conflicto geopolítico en Rusia, presionaron en términos generales el desempeño de activos financieros. En el caso de las curvas, la de nominales reportó descensos en sus nodos largos que promediaron 5 puntos base, mientras el resto de la curva subió en promedio 16. Por su parte, la curva de bonos reales mostró subidas generalizadas que perjudicó a los Udibonos a pesar de que mantienen atractivo por la inflación.

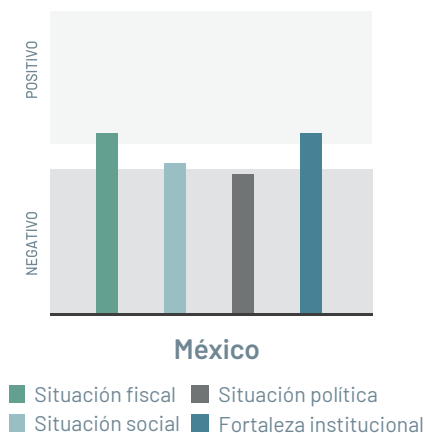
EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	PESIMISTA	NEUTRAL	OPTIMISTA
PIB	2,5%	2,8%	3,3%
INFLACIÓN	3,6%	4,1%	4,5%
TPM	5,50%	5,75%	6,00%
FX	21,6	21,2	20,3

Escenario central SURA Investment Management

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios para una serie de variables y dentro de ellos se elige el escenario central de SURA Investment Management que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

MONITOR POLÍTICO



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





RENTA FIJA LOCAL

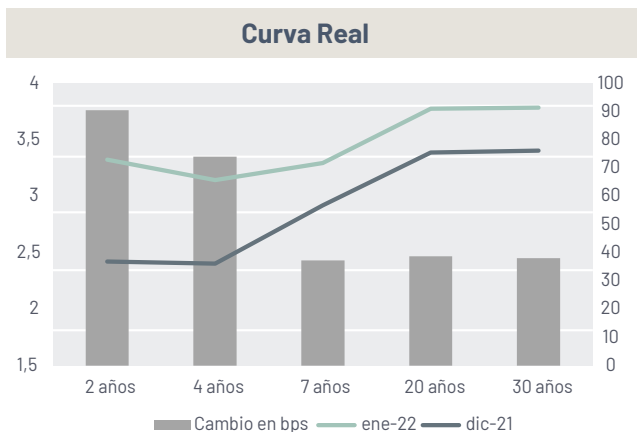
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Ante la persistencia del COVID-19, la incertidumbre se mantiene frente al optimismo de la recuperación económica, además de que la búsqueda de mayor retorno hace más atractivos otros activos en comparación con la renta fija. Con lo anterior, así como una dinámica de niveles altos de inflación, se mantiene una subponderación en términos de duración, al mismo tiempo que las curvas podrían seguir subiendo en sus nodos cortos, mientras que los más largos podrían ser susceptibles ante decisiones de política pública desde el Gobierno. Por otro lado, se mantiene una visión constructiva en los bonos corporativos ante el alza de tasas, mientras que la sobreponderación en tasas reales podría comenzar a disminuir con menores datos del nivel de precios como se ha proyectado.

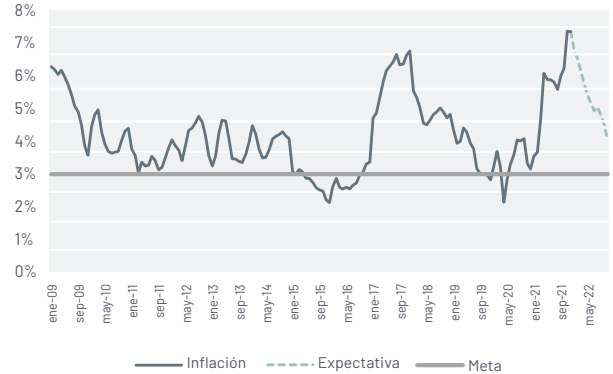
ESTRATEGIA	ENERO	FEBRERO
Duración	N	N
Curva	N	N
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

TASAS REALES

A pesar de que la inflación permanece en niveles superiores al 7%, el mes de enero fue complicado para los papeles reales, que aún muestran un devengo interesante, pero que la fuerte subida de tasas ha borrado. En este periodo los Udibonos subieron en promedio 52 puntos básicos. La parte corta de esta curva alcanzó hasta 90 básicos, mientras que, en la parte larga, 38 fue el ascenso de menor magnitud. Con nuevas sorpresas de inflación que pondrían mayor presión a Banxico, no se descarta que la curva pueda seguir subiendo, pero probablemente con menor magnitud.



Expectativas de inflación

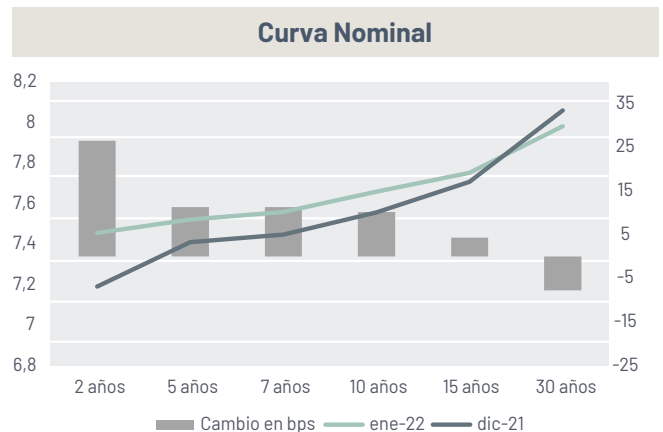


SPREADS

El mercado de corporativos cerró enero sin colocaciones de largo plazo como históricamente sucede el primer mes del año. Sin embargo, se prevé una reactivación durante febrero donde se vislumbran GMFIN 21 y BLADDEX 21 a tasa flotante en ambos casos. Más adelante y dado el vencimiento que se avecina de \$5,000 millones, aparece ELEKTRA. En los que respecta a spreads, a pesar de que continúa la relativa estabilidad en estos, destaca la compresión de las sobretasas de bonos a tasa variable AAA, así como de aquellos de tasa fija AA.

TASAS NOMINALES

En el caso de la curva nominal, las subidas se reportaron en los nodos cortos y medio, y promediaron 16 puntos base. La mayor subida se dio en el bono de un año con 42 básicos. En sentido contrario, los nodos más largos descendieron en promedio cinco puntos. Las sorpresas inflacionarias, así como la reacción que se esperaba desde los bancos centrales, impulsaron este resultado. Si bien, las alzas podrán continuar, estas también deberían ser más acotadas de lo visto hasta ahora.





RENTA VARIABLE LOCAL

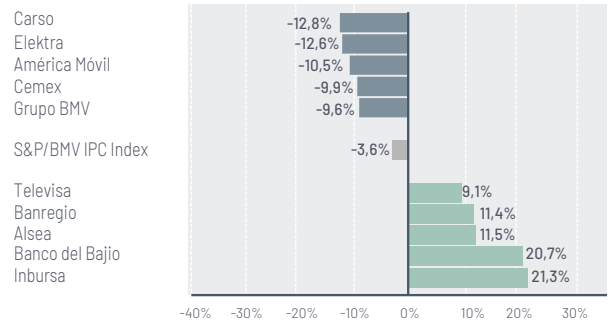
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Las perspectivas para México son aún favorables para este año, pero creemos que la subida de más de 50% desde niveles mínimos de 2020 justifica un *view* neutral y mucho más selectivo dentro del portafolio. Por sectores, vemos que materiales es el sector con mayor descuento respecto a su historia de siete años, esto pese a ser el sector con mayor crecimiento de utilidades en 2021 vs. 2019 (+100%). En Materiales nuestra preferencia apunta hacia petroquímicas y cementeras en desmedro de metales base, donde vemos riesgos a la baja para el precio del cobre dada la desaceleración que debería tener China este año. Otro sector que nos gusta es Financieras, que también se ve descontado respecto a su historia y tiene a favor un entorno de tasas que debería impactar favorablemente en los márgenes por intereses de los bancos.

ANÁLISIS DE MERCADO

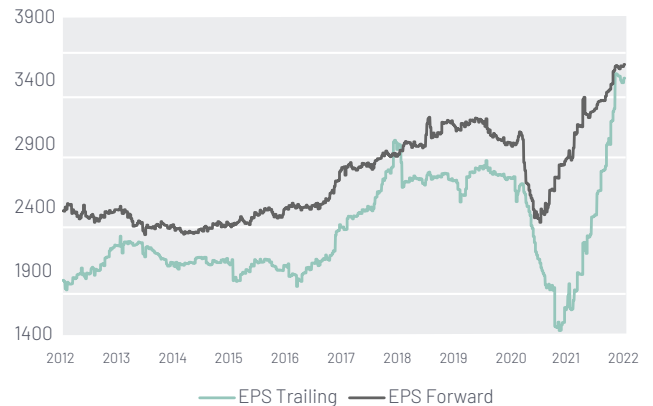
En enero el IPC cayó 3,6%, en línea con la caída que tuvo el mercado accionario en Estados Unidos. Las acciones *large-cap* explicaron buena parte de este retroceso, principalmente por América Móvil (-10.5%) y Walmex (-7.8%), las cuales habían sido las grandes ganadoras en el último año. Este patrón puede deberse a una recomposición de los portafolios en Latam, donde mercados como Brasil y Chile venían más castigados en términos de valorizaciones. En ese sentido México puede haber sido un financiador, dado que fue el mejor mercado de la región en 2021. Por el contrario, el sector claramente ganador en el mes fue el bancario, donde nombres como Inbursa, Bajío y Regional tuvieron retornos por encima del 10%. Los principales bancos de México han reportado sorpresas muy positivas de utilidades y un *guidance* muy favorable para 2022, favorecidos por el entorno de tasas al alza.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Castillo presenta a su tercer gabinete tras solo 6 meses de mandato, lo que justifica nuestra visión negativa

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el mes de noviembre la economía peruana creció un 3,5% con respecto al mismo mes del año anterior. La mayoría de los sectores presentaron una expansión durante dicho mes, con excepción de Minería e Hidrocarburos, Construcción y Financiero y Seguros. Es el noveno mes con lecturas positivas. Sin embargo, el crecimiento peruano ha venido perdiendo *momentum* en la medida en que se disipan parte de los efectos de base estadística y empeoran las expectativas para la inversión en un contexto de incertidumbre política. De cara al 2022, esperamos un crecimiento de 3%.

INFLACIÓN

En enero, el índice de precios al consumidor experimentó un avance de 0,04%, la cifra más baja en 15 meses. Con esto, la lectura anual se moderó de un 6,43% en diciembre a un 5,68%. Los componentes del indicador que presentaron una mayor variación fueron Restaurantes y Hoteles (0,74%) y Recreación y Cultura (0,47%), mientras que Transportes (-1,08%) y Comunicaciones (-0,29%) presentaron los mayores retrocesos. Las expectativas de inflación para el 2022 de SURA se ubican en el 3%, mientras que las del BCRP en 3,71%.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

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

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

En enero el tipo de cambio se apreció un 3,91%, en línea con el resto de las monedas de Latinoamérica. Nuestra visión con respecto al sol es poco constructiva. Por un lado, nuestros modelos de corto plazo entregan una visión poco favorable para la moneda. Por otro lado, los problemas de gobernabilidad que sigue enfrentando el nuevo Gobierno -como ha sido la tónica de Gobiernos anteriores- seguiría presionando a la baja a la moneda.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas de la curva soberana subieron 20 puntos base en promedio. Las tasas cortas con vencimientos 23, 24 y 26 se incrementaron 30 bps. El principal motivo de la variación fue el incremento de la tasa de bonos de tesoros de los EE. UU. El bono con vencimiento a diez años subió 27 puntos base durante enero.

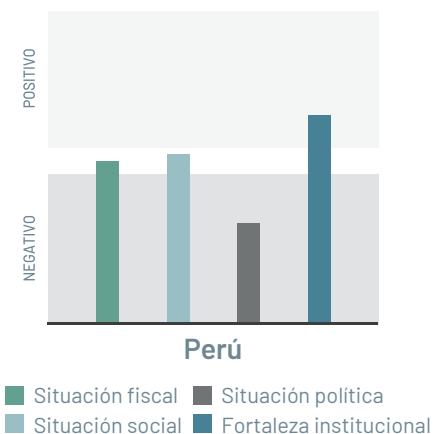
EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	PESIMISTA	NEUTRAL	OPTIMISTA
PIB	2,3%	3,0%	4,0%
INFLACIÓN	2,8%	3,0%	3,8%
TPM	2,75%	3,50%	4,25%
FX	4,25	4,05	3,87

Escenario central SURA Investment Management

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios para una serie de variables y dentro de ellos se elige el escenario central de SURA Investment Management que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

MONITOR POLÍTICO



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





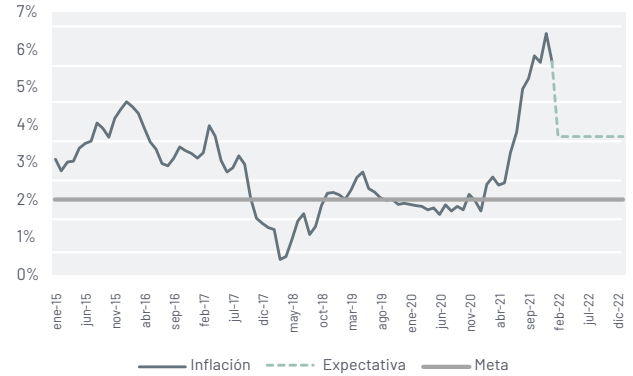
RENTA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Con relación a los flujos, los inversionistas extranjeros han seguido disminuyendo posiciones en la curva soberana local. Nuestro posicionamiento de duración es neutral con un sesgo a tener baja duración. Creemos que la parte corta tiene valor porque ya incorporó en precios las expectativas de incremento de tasa de referencia por parte del BCRP. La parte larga de la curva puede verse afectada por el movimiento en las tasas del bono del tesoro a diez años de EE. UU., como lo vimos en enero, motivo por el que nos mantenemos cautos.

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

Expectativas de inflación



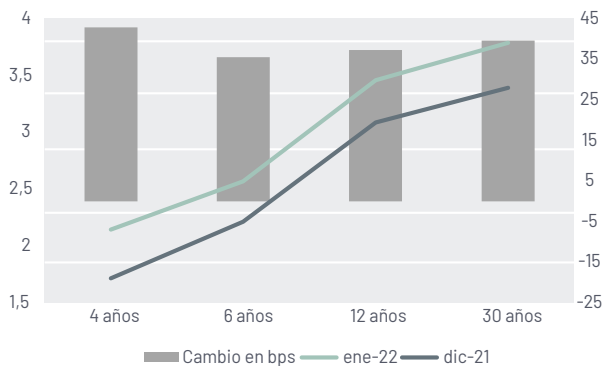
SPREADS

Durante enero hemos observado incrementos de *spread* en los bonos corporativos en soles de *rating* AA y AA-, los cuales subieron 40 bps y 50 bps respectivamente. El mercado espera que durante el año haya varios incrementos más en la tasa de referencia. Sin embargo, la curva base todavía no refleja esa expectativa, por lo tanto, esperamos que las colocaciones y transacciones de mercado con duración de 1 a 2 años reflejen esa proyección a través de los *spreads*. Creemos que los *spreads* pueden subir entre 25 y 50 bps para los papeles AAA.

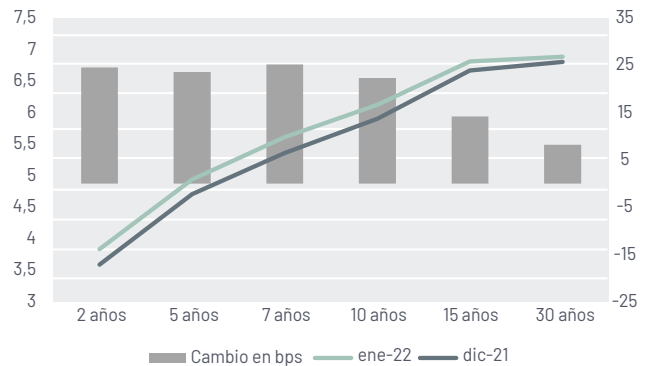
TASAS NOMINALES

Durante enero la tasa de referencia del Banco Central del Perú aumentó en 50 bps y la situó en 3%; esperamos que la tasa de referencia se sitúe más alta hacia fin de año. Otros bancos centrales de la región están presionando el acelerador con las subidas de tasa de referencia, por lo tanto, creemos que antes de julio 2022 el BCRP debe haber realizado más incrementos en tasa.

Curva USD



Curva Nominal





RENTA VARIABLE LOCAL

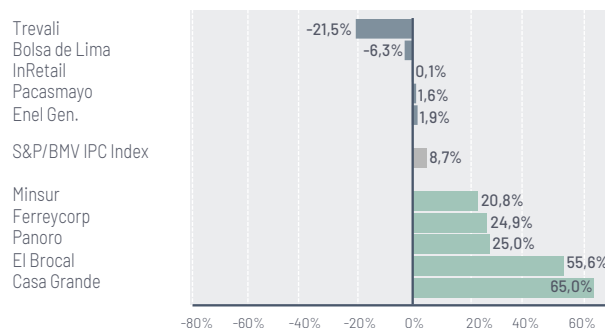
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante enero el mercado peruano tuvo un desempeño positivo. El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima rindió 8,7%. Las acciones mineras subieron 8,1% en el mes, con Buenaventura apreciándose 10,7%, y Southern Copper retrocediendo 3,5%. Construcción subió 8,6%, con Aenza rindiendo 0,0%, pero con Unacem y Ferreycorp subiendo 7,7% y 30,1%, respectivamente. El sector consumo rindió 10,7%, con Inretail subiendo 0,1% y con Alicorp 17,8%. Utilities se apreciaron 9,9%. Los papeles financieros subieron 16,0%.

ANÁLISIS DE MERCADO

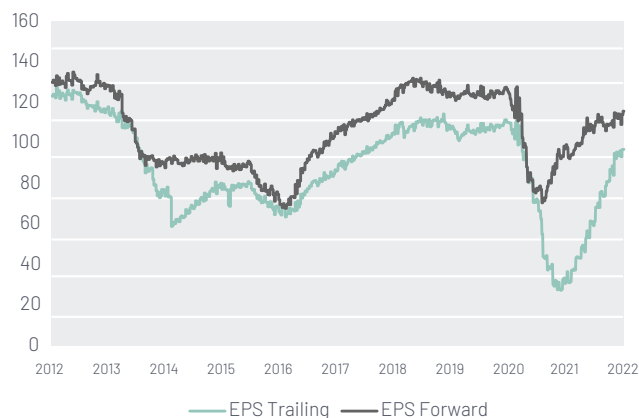
Con base a los retornos del mes de enero, el view en Perú se mantiene. Preferimos el sector Financiero debido al contexto inflacionario y de alza de tasas, y el sector Eléctrico por el descuento importante al que cotiza con respecto a su historia y el rezago frente al resto de sectores. También vemos favorablemente los sectores de Consumo Básico y Discrecional, ligados a la demanda interna. Nos encontramos negativos en el sector minero, pero con selectividad. Preferimos exposición al cobre debido al ciclo de *commodities* y los altos precios de metales base, subponderando las mineras productoras de metales preciosos.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





CHILE

Gabinete presentado por Boric, es un argumento positivo para Chile, pero no es suficiente para que sobreponderemos

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el mes de diciembre la economía local creció un 10,1% con respecto al mismo mes del año anterior. La cifra sorprendió a la baja al mercado, que esperaba una lectura de 10,3%. La serie desestacionalizada con respecto al mes anterior tuvo una caída de 0,4%, arrastrada principalmente por la actividad minera. La cifra anual se vio impulsada por actividades de servicios y comercio. De cara al 2022, consideramos que el crecimiento económico se moderará a un 2,6% debido al fin de efectos de base favorables y al retiro de estímulos fiscales, monetarios y de transferencias por retiros de los fondos de AFP.

INFLACIÓN

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas, la inflación de diciembre fue de un 0,8%, nuevamente sobre las expectativas del mercado (0,5%), como fue la tónica del 2021. Con esto, el indicador acumuló una variación de 7,2% en el año, mayor registro desde el 2007. Debido a que la inflación del 2021 superó el 6,9% esperado por el banco central y que las fuertes presiones inflacionarias siguen presentes, tanto desde fuentes internas como externas, esperamos que en el 2022 se superen las expectativas del instituto emisor de 3,2%.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Banco Central de Chile sorprendió nuevamente al mercado con un alza de 150 puntos base en la tasa de interés, llevándola a un 5,5%, argumentando que los riesgos para la inflación siguen siendo significativos en un contexto donde las perspectivas para el IPC ya son elevadas y las presiones derivadas del escenario externo se han incrementado. Esperamos que la trayectoria de la TPM se sitúe en el límite superior del corredor del banco central (6,25%) en su reunión de marzo, con una política monetaria más contractiva, para acoplar las expectativas de inflación a niveles del 3% en un horizonte de tiempo de dos años.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

Durante enero el peso chileno experimentó una apreciación de 6,03%, en línea con el resto de los activos locales que han reaccionado de manera positiva a la moderación del nuevo presidente electo. Hacia adelante, nuestros modelos cuantitativos apuntan a una fortaleza del peso en el corto plazo, por lo que, sumado al cambio en las perspectivas cualitativas tras el nombramiento del nuevo gabinete, menores temores sobre la variante ómicron y una moderación de la prima por riesgo en el país, nos lleva a tomar exposición a la moneda dentro de nuestros portafolios.

TASAS DE INTERÉS

Durante el mes de enero vimos, en promedio, una leve subida en las tasas de interés, esto por una política más restrictiva tanto en Chile como en Estados Unidos, lo que se vio acompañado por alzas en el Bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años. Lo anterior responde a presiones inflacionarias que se mantienen y generan temor de que se vuelvan más persistentes.

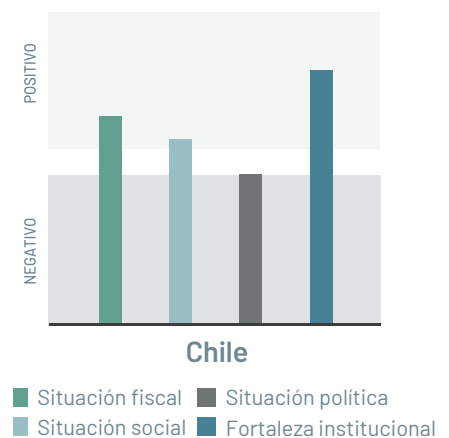
EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	PESIMISTA	NEUTRAL	OPTIMISTA
PIB	1,9%	2,6%	3,2%
INFLACIÓN	3,5%	4,1%	4,5%
TPM	4,50%	5,00%	5,75%
FX	830	795	770

Escenario central SURA Investment Management

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios para una serie de variables y dentro de ellos se elige el escenario central de SURA Investment Management que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

MONITOR POLÍTICO



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





RENTA FIJA LOCAL

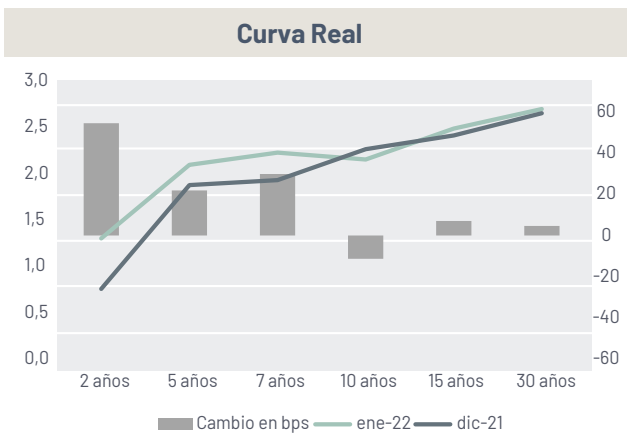
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Dentro de renta fija local nos mantenemos neutrales en duración. Por un lado, consideramos que los niveles de tasa actuales son atractivos y que la economía continúa por la senda de la recuperación de la mano de la reapertura. Por otro lado, hay incertidumbre política asociada al nuevo Gobierno y a la convención constitucional. Con respecto a corporativos, mantenemos una posición leve-larga en papeles donde vemos mayor devengo y una posible compresión del *spread* producto de mejores perspectivas económicas. Finalmente, mantenemos una alta convicción en papeles emitidos en tasa real debido a que consideramos que las presiones inflacionarias continuarán.

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

TASAS REALES

Tuvimos un IPC positivo de diciembre de 0,8%, sobre lo esperado por el mercado de 0,5%, dejando el acumulado de doce meses en 7,2%, superando la expectativa de 6,9% del banco central. Si bien los bonos en UF se ven más atractivos debido al devengo por los altos datos de IPC, hemos visto alza de tasas a lo largo de toda la curva por una política monetaria más restrictiva para controlar la inflación y expectativas de inflación futura comenzando a moderarse.

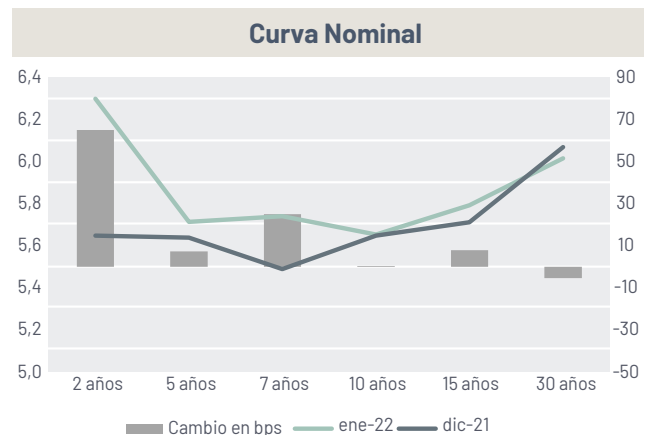


SPREADS

Vimos que tanto bonos bancarios y corporativos tuvieron una compresión de *spread*. Los bonos bancarios se comprimieron desde niveles de 90 bps a 65 puntos base. Los papeles corporativos AA y A, si bien también se han comprimido a niveles de 125 y 190 de *spread* respectivamente, siguen con baja liquidez y bajo volumen transado, por lo que no llegan a ser tan representativos.

TASAS NOMINALES

En las tasas nominales vimos un alza a lo largo de toda la curva, en mayor magnitud en la parte corta, por alza de TPM por sobre lo esperado, y expectativas de una política más restrictiva a futuro, donde el banco central continuará con el alza de tasas, con un ritmo más rápido, para converger a la inflación meta y acoplar las expectativas del mercado al *target* de inflación de 3% en un horizonte de tiempo de dos años.





RENTA VARIABLE LOCAL

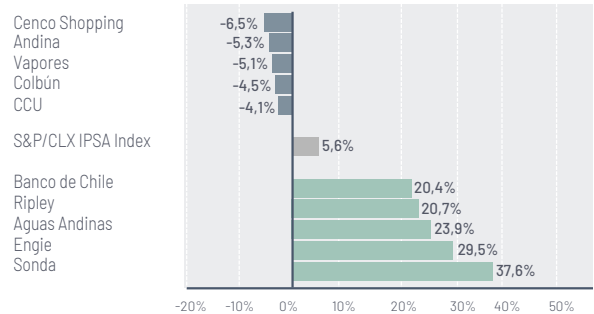
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Durante enero la bolsa local experimentó una apreciación de un 5,6%, lo anterior ocurrió por una descompresión de riesgos políticos ante la moderación del discurso del presidente electo, moderación que fue ratificada con el nombramiento de un gabinete con un sesgo hacia la centro-izquierda que dio calma a los mercados en un contexto de valorizaciones extremadamente atractivas. Hacia adelante mantenemos una visión neutral para la bolsa chilena, si bien se disiparon parte de los riesgos políticos con el nuevo gabinete, la convención constitucional entra en la recta final para presentar una nueva carta magna a la ciudadanía, lo que podría ser una fuente de incertidumbre por el tipo de propuestas que se han discutido en las comisiones.

ANÁLISIS DE MERCADO

Resultados de compañías locales se vieron afectados de diversas formas con la pandemia, siendo el negocio de supermercados aquel que sufrió uno de los menores impactos, e incluso algunas compañías vieron un impulso al alza en sus resultados, con Ebitda creciendo a doble dígito el 2021. Si bien no esperamos crecimientos tan significativos en resultados este 2022, donde incluso no es descartable observar algún retroceso producto de la alta base comparativa del 2021, año en que las empresas obtuvieron resultados todavía apoyados por fases restrictivas que impulsaron el consumo básico en los hogares y una alta liquidez producto de ayudas proporcionadas por el Gobierno, consideramos que la resiliencia del sector le permitirá continuar reportando cifras muy por sobre los niveles prepandemia, incluso pese a la desaceleración del consumo estimada para el presente año en la región. A ello se suman valorizaciones muy castigadas, con múltiplos transando muy por debajo su historia, lo que no se condice con las favorables rentabilidades y expansión en márgenes observadas. Con todo, mantenemos optimismo en los fundamentos de compañías ligadas a supermercados, donde consideramos que el sobrecastigo observado en múltiplos se traduce en una atractiva oportunidad de inversión.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





COLOMBIA

Elecciones legislativas y presidenciales son un tema que monitorear. Sin embargo, seguimos favoreciendo Colombia.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El indicador de seguimiento a la economía (ISE) mostró un crecimiento de 9,6% a/a para el mes de noviembre, por encima de las expectativas del mercado (8,6%). Este comportamiento es explicado principalmente por actividades terciarias, las cuales presentaron un aporte de 7,6% puntos porcentuales. La variación mensual presentó un crecimiento de 1%, ajustada por efecto estacional. Esperamos que continúe la recuperación económica.

INFLACIÓN

La inflación finalizó el año con una variación anual de 5,62%, por encima de las expectativas del mercado (5,41%) y el rango meta del banco central (2%-4%). Rubros como Alimentos y bebidas no Alcohólicas (2,73%) y Alojamiento, agua, electricidad y gas (1,22%), fueron los mayores contribuidores en el año, reflejando los choques de oferta, el incremento de precios de las materias primas y la devaluación de la moneda en lo corrido del 2021. Esperamos, además, que las presiones en servicios, por la reapertura de la economía, continúen.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El banco central, en la reunión de enero, continuó con el ciclo contractivo incrementando la tasa de referencia en 100 puntos básicos a 3%, por encima de las expectativas de mercado (+ 75 pbs). Dicha decisión tuvo en cuenta la inflación registrada en diciembre (5,62% a/a), la cual se ubicó por encima del pronóstico del equipo técnico del banco e implicó una corrección al alza de las expectativas de inflación para este año. Esperamos que se mantenga dicha tonalidad contractiva, en línea con el objetivo de alcanzar la meta de inflación (3%).

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

El dólar a nivel global (DXY) presentó un incremento de 0,91% dados los anuncios por parte de la FED, donde se comentó la posibilidad de incrementar la tasa de interés en el mes de marzo. A pesar de esto, el peso colombiano se apreció 3,27% en el mes, dada una reducción significativa en las preocupaciones por la variante ómicron e incrementando el apetito por riesgo, un comportamiento positivo del precio del petróleo y la continuación del ciclo monetario contractivo del BanRep. Lo anterior, junto con la cercanía a las elecciones legislativas y generales, podrían ser factores que generen volatilidad adicional en el mercado.

TASAS DE INTERÉS

En enero vimos desvalorizaciones bastante pronunciadas en la curva nominal que internaliza una política monetaria menos acomodativa en Estados Unidos en su parte más corta, así como los movimientos del Bono del Tesoro de EE. UU. en su parte más larga. En la curva real también vimos alzas, aunque en menor magnitud.

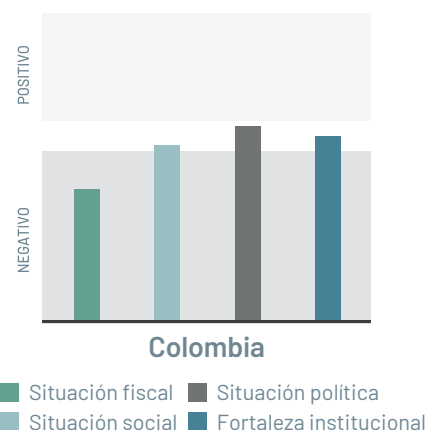
EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	PESIMISTA	NEUTRAL	OPTIMISTA
PIB	3,4%	3,9%	4,5%
INFLACIÓN	3,1%	3,5%	3,9%
TPM	3,50%	4,50%	5,00%
FX	3950	3766	3650

Escenario central SURA Investment Management

La tabla está construida en base al consenso de mercado, donde se presentan tres escenarios para una serie de variables y dentro de ellos se elige el escenario central de SURA Investment Management que se deriva de nuestros análisis cualitativos y cuantitativos.

MONITOR POLÍTICO



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





RENTA FIJA LOCAL

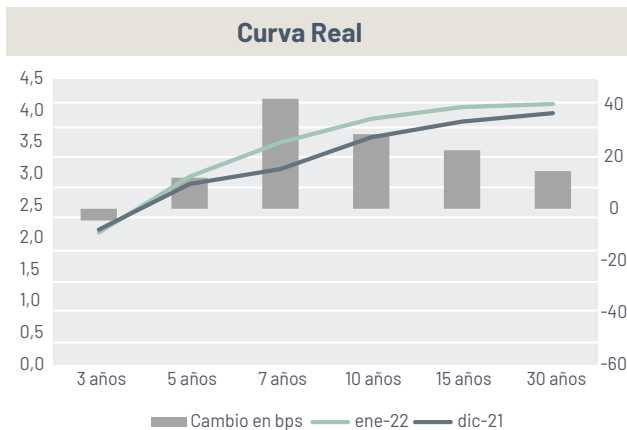
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

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

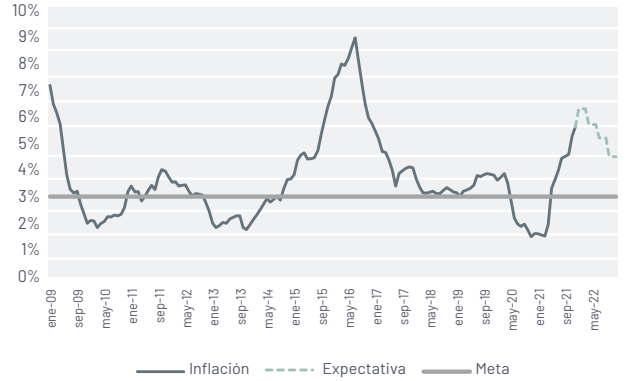
ESTRATEGIA	ENERO	FEBRERO
Duración	OW	OW
Curva	UW	UW
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

TASAS REALES

Con respecto a los títulos soberanos indexados al UVR (Inflación), hemos visto un comportamiento más resiliente, aunque también un empujamiento, observando valorizaciones de 65 puntos base para el nodo más corto de la curva con vencimiento en 2023. En los nodos medios (vencimiento 2029) y largos (vencimiento 2049) las desvalorizaciones vs. diciembre 2021 han sido en promedio 10 puntos base.



Expectativas de inflación

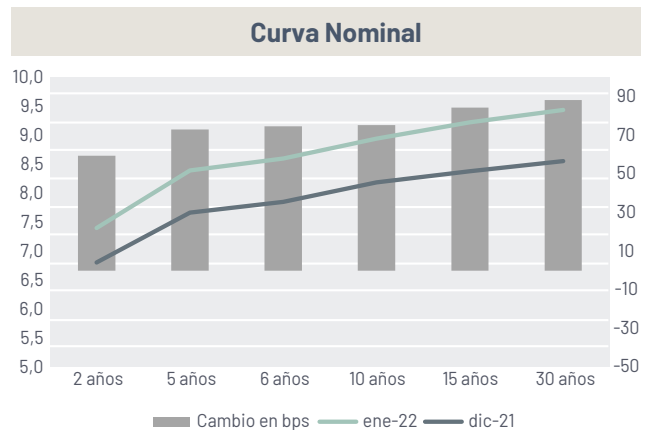


SPREADS

Después de haber sufrido fuertes desvalorizaciones durante diciembre de 2021 de la mano del cambio en el discurso del Banco de la República y su aumento de tasas, la parte corta de la curva se ha estabilizado en promedio 108 puntos base arriba de los soberanos. Los papeles corporativos tasa fija AAA para los vencimientos entre 1 y 2 años en promedio se cotizan a 129 puntos base arriba de los comparables soberanos, mientras que el *spread* promedio del último año para los mismos se ubica cerca a los 114 puntos base. La parte media y larga de la curva se encuentra cotizando en promedio a 91 puntos base de sus comparables soberanos.

TASAS NOMINALES

A la espera de un mayor ritmo de subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal y de la potencial desvalorización de la parte larga de la curva, hemos experimentado un empujamiento de la curva, donde los nodos cortos de la misma (vencimiento a julio de 2024) han tenido desvalorizaciones cercanas a 45 puntos base vs. diciembre de 2021, mientras que el nodo más largo de la curva (vencimiento a 2050) se ha depreciado cerca de 90 puntos base en el mismo periodo.





RENTA VARIABLE LOCAL

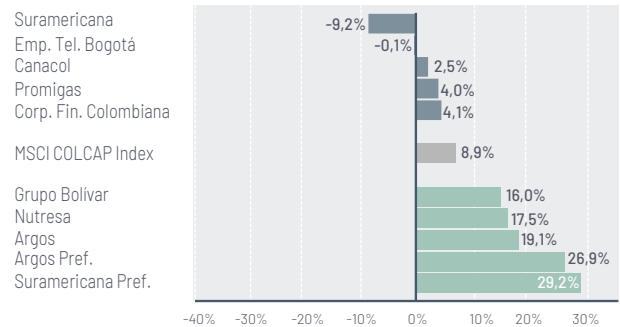
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En enero, el MSCI COLCAP presentó una rentabilidad de 8,93%, impulsada por un comportamiento positivo del precio del petróleo y un incremento en el interés de inversionistas por empresas locales colombianas. A pesar de la cercanía a las elecciones presidenciales, que podrían generar volatilidad en el mercado, mantenemos una posición constructiva en la bolsa colombiana, dada una menor incertidumbre tras la aprobación de la reforma tributaria, la mayor dinamización de la economía, el comportamiento del petróleo y un avance en el programa de vacunación. En la medida en que se acerquen las elecciones, optaremos por ir neutralizando la posición.

ANÁLISIS DE MERCADO

El mercado local sobresalió en el mes frente a sus pares latinoamericanos, producto principalmente del anuncio de nuevas OPA sobre Nutresa y Grupo SURA, con impactos positivos sobre la mayoría de las compañías en Colombia, además de un viento a favor en el segmento Oil & Gas producto de los precios del petróleo, los cuales se valorizaron 14% en lo corrido enero. Por ahora, y luego de la más reciente valorización, el espacio para nuevas valorizaciones en el promedio de las compañías es más limitado. Sin embargo, ante la expectativa de resultados positivos para el 4T21 en la mayoría de las compañías de la bolsa local, sumado a un incremento en los dividendos que se pagarían en 2022, más un petróleo que permanece sobre los USD 85 por barril y algunos eventos corporativos pendientes (Grupo Aval, Bancolombia y Cementos Argos), la selectividad en los emisores volvería a tomar relevancia, puesto que algunos nombres aún parecen rezagados frente a sus pares. Hacia adelante, los riesgos más grandes serían de elecciones (mayo 2022) y de descenso en los precios del petróleo (impulsado recientemente por eventos geopolíticos en Ucrania), además de la culminación en los eventos corporativos de Nutresa y Grupo SURA.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





URUGUAY

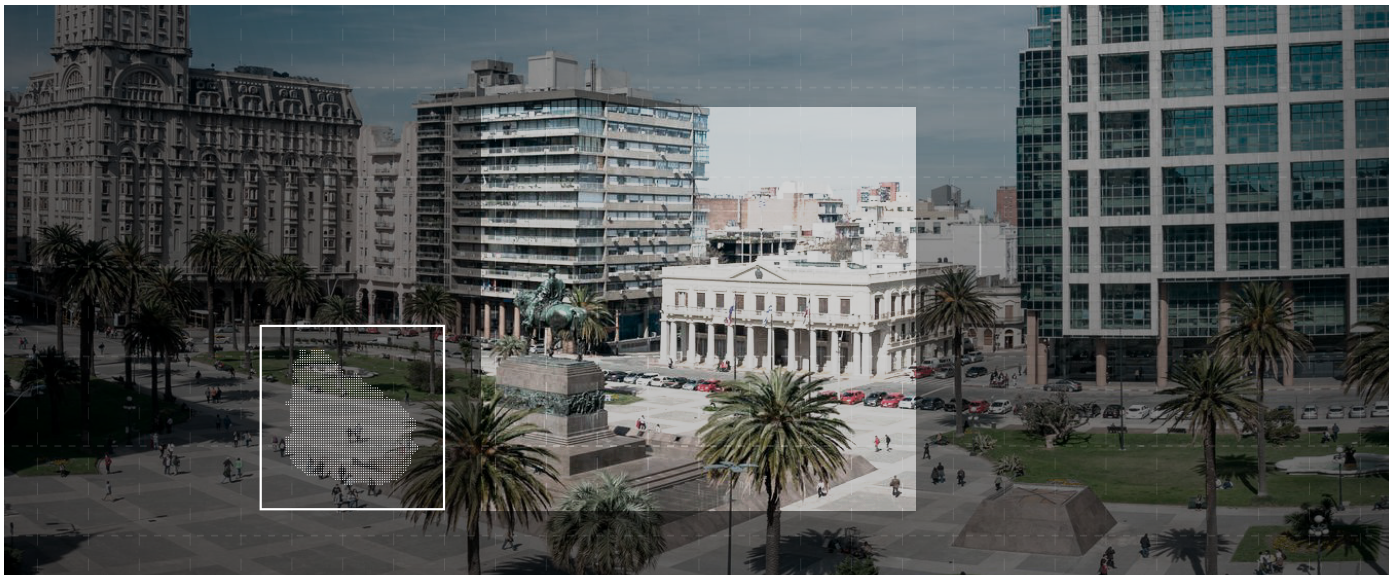
Uruguay comienza el año con positivas perspectivas

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Algunos indicadores sugieren que luego de una moderación en el cuarto trimestre, el primer trimestre del año vendría con algo más de impulso. El Índice Líder de CERES (ILC), un indicador adelantado del nivel de actividad, creció 0,2% en enero tras dos meses de resultado neutro, arrojando una señal positiva, mejor que el final de 2021. Aunque si bien cuesta consolidar un crecimiento generalizado en todos los sectores, particularmente la actividad turística estaría viendo una recuperación importante. Según señala un informe de la Corporación Vial del Uruguay, el tránsito en las rutas concesionadas aumentó un 20% en la primera quincena de 2022 con respecto a un año atrás. Se destaca que los corredores que comunican la costa este con Argentina muestran los mayores incrementos.

INFLACIÓN

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



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

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

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR DEL DÓLAR?

En enero el dólar se debilitó 1,21% frente al peso uruguayo, borrando casi todo el avance del mes previo. Si bien a nivel de las monedas del G10 se notó un claro fortalecimiento del dólar, explicado en la mayor velocidad que tendría la FED en retirar estímulos respecto de sus pares como el Banco Central Europeo o el Banco Central de Japón, a nivel de Latinoamérica la situación en general fue diametralmente opuesta. A pesar del tono más restrictivo desde la FED, el escenario global sigue siendo de crecimiento, lo cual fortalece a las monedas de países emergentes. Sumado a eso, la rápida respuesta de los bancos centrales de Latinoamérica, y una visión menos pesimista de los riesgos políticos, han devuelto el interés de los inversores por el continente y con ello a sus monedas.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas nominales en moneda nacional tuvieron variaciones que oscilaron entre -15 y +86 puntos base durante el mes de enero, observándose un aumento muy pronunciado en el tramo de 1 a 3 años y una disminución en los tramos más largos de la curva (de siete a diez años). Por otro lado, las tasas de interés en unidades indexadas presentaron ligeras caídas en los plazos cortos (de tres meses a dos años) y luego se mantuvieron prácticamente incambiadas. Las tasas de interés en dólares norteamericanos del Gobierno de Uruguay presentaron aumentos de 40 puntos base promedio a lo largo de toda la curva. Por último, tanto los Bonos del Tesoro de los EE. UU. como el spread presentaron aumentos a lo largo de toda la curva, donde el aumento promedio fue de 30 pbs para los bonos y de 8 pbs para el spread.





RENTA FIJA LOCAL

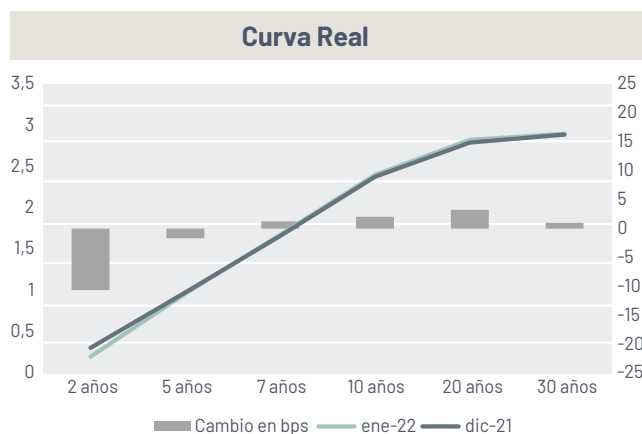
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

El comienzo de año vino algo turbulento para los mercados financieros, donde los temores de un retiro de estímulos más apresurado desde los EE. UU. para contener la inflación disparó ventas masivas tanto en la renta fija como variable. Sin embargo, la renta fija local en pesos y unidades indexadas se aferró más a la dinámica doméstica, recogiendo por un lado la señal de nuestro banco central de un mayor compromiso con la estabilidad de precios y, por otro lado, las mejores perspectivas en materia de consolidación fiscal. Hacia adelante todavía vemos presiones al alza en las tasas nominales, no obstante, sobre fines del primer trimestre un nuevo ciclo de desaceleración de la inflación le podría devolver el atractivo a estos instrumentos, lo que nos lleva a seguir de cerca buscando nuevas entradas.

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

TASAS REALES

Las tasas reales mantuvieron la calma que las acompaña desde el último trimestre. Con los meses de mayor inflación por delante, como su estacionalidad lo indica, la parte corta de la curva se mantuvo muy demandada con escasa o nula oferta, mientras que la parte media y larga viene encontrando soporte en una buena gestión de las finanzas públicas, donde incluso podría llegar a verse un sobrecumplimiento de los objetivos trazados para este año. Aprovechando esta oportunidad, siendo de los países de Latinoamérica con acceso más barato al financiamiento en este tipo de moneda, se esperan hacia adelante nuevas emisiones en el corto plazo. Sin embargo, si nuestra visión sobre la inflación se materializa, deberían surgir mejores tasas de entrada más adelante en el año, en la parte media de la curva.



Expectativas de inflación



SPREADS

Los *spreads* corporativos de los instrumentos en dólares que se transan en el mercado local tendieron a reducirse en enero, divergiendo respecto de sus pares soberanos, donde se observó un leve aumento de los *spreads* y riesgo país. Mientras que las obligaciones negociables de La Tahona vieron reducir su *spread* en 44 pbs, los títulos de deuda senior de Corporación Vial lo hicieron en 22 pbs. Con esto, los rendimientos al vencimiento de los instrumentos antes mencionados quedaron en 4,33% y 3,44% respectivamente.

TASAS NOMINALES

Las tasas nominales de corto y mediano plazo registraron fuertes subas durante enero. Si bien la política monetaria venía insinuando un sesgo menos expansivo en los meses previos en virtud de una aceleración en la inflación y sus expectativas, el crecimiento del producto del tercer trimestre, que se conoció sobre fin de año, y la recuperación del empleo, terminaron por dar las señales que la autoridad monetaria necesitaba para acelerar el dismantelamiento de su fase expansiva. En su reunión de enero, no solo incrementó la tasa de política monetaria en 75 pbs, sino que adelantó similares subas para las siguientes dos reuniones, lo que llevaría la TPM al 8% a principios del segundo semestre. En la medida en que esta guía se cumpla, la curva debería ir paulatinamente reduciendo su pendiente.

