

6 8 3 5 0 3 1 5 4
4 0 1 8 3 6 9 7 1
2 4 6 6 3 6 1 6 7
5 1 7 4 8 3 7 0 3
5 4 7 0 6 0 2 5 1
9 4 4 6 3 2 4 4 4
7 1 3 7 8 0 0 0 7
9 6 3 5 9 3 8 5 2
6 0 8 9 2 1 6 8 3
4 0 5 8 6 0 1 2 4
8 3 4 7 5 1 3 3 0
8 1 0 0 8 9 7 7 4
4 0 2 3 5 6 1 8 8
0 3 5 0 1 9 1 8 5

9 0 7 2 4 5 6 4 8
3 6 9 6 9 5 6 0 2
3 5 7 9 9 7 2 9 7


1.28


Septiembre 2022


One House View

Sorpresas positivas de inflación y la FED inflexible imprimen volatilidad.


Contenido

1 | Resumen de la estrategia 


2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 

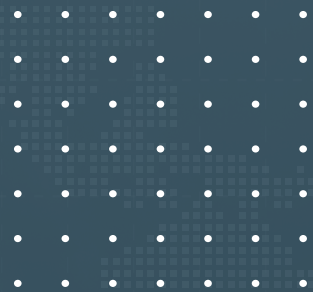
Uruguay 

8.42
6.17
2 6 5 2 5
7 7 7 5 4
7 9 2 3
1 7 7 7 1
6 7 5 7 0
6 8 2 9 4



Síguenos en LinkedIn 

y entérate de nuestras novedades



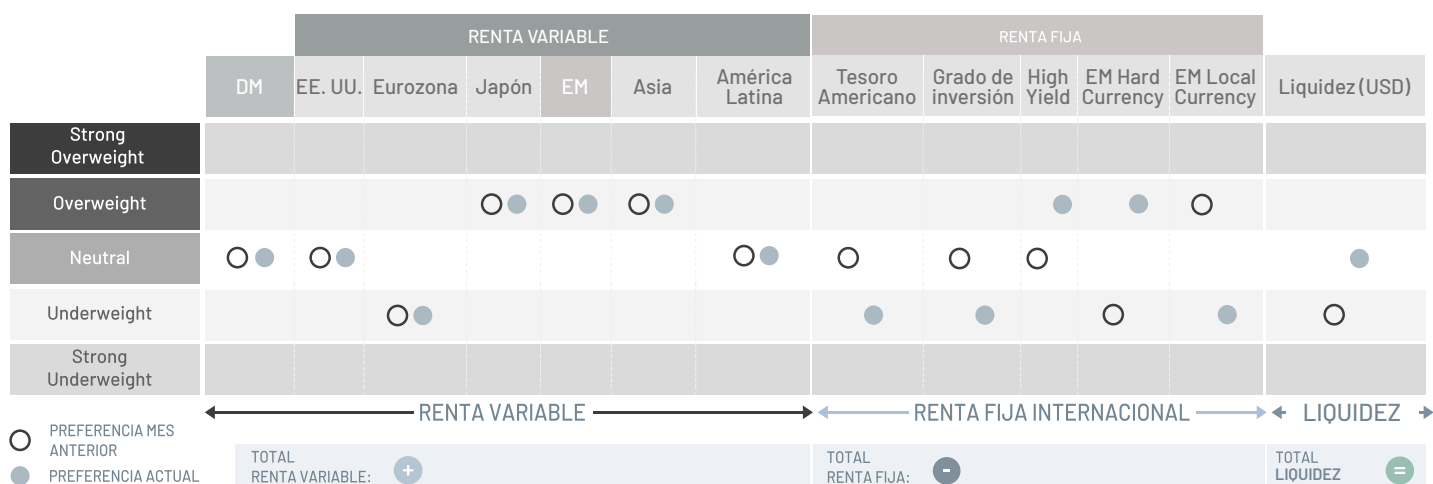
1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Visión global y posicionamiento.

A pesar de que durante la primera mitad de agosto la renta variable tuvo un desempeño positivo, respondiendo a las sorpresas a la baja en la lectura de la

inflación y las expectativas de que la FED suavizara su postura, el mes terminó con un rendimiento negativo tanto para la renta fija como para la renta variable. Lo anterior, luego de los comentarios realizados en el simposio de Jackson Hole por parte de J. Powell, que llevaron nuevamente al mercado a incorporar una postura más agresiva por parte de la FED con respecto al alza de tasas. Misma razón que nos ha llevado a continuar acotando la brecha entre renta variable y renta fija. Para la primera, mantenemos un fuerte enfoque en la selectividad de activos, prefiriendo aquellos con fundamentales más fuertes

ante el escenario de desaceleración y con el espacio para seguir estimulando, como son China y Japón. El financiamiento continúa siendo a través de Europa, cuya crisis política se agudiza y sus presiones inflacionarias persisten. En renta fija, mantenemos el largo en *High Yield* por sobre Grado de Inversión que traíamos el mes pasado, pero cambiando la posición en deuda emergente: el escenario de mayor incertidumbre y de mayores expectativas de alzas de tasas en EE. UU. favorecen al dólar, es por eso que nuestra convicción ahora se encuentra en la deuda emergente en moneda dura por sobre la local.



Visión de Latinoamérica y posicionamiento.

Dentro de nuestra cartera latinoamericana, mantenemos nuestra preferencia en Chile ante la victoria del rechazo y valorizaciones que se ven atractivas respecto a los demás países de la región. Por otro lado, mantenemos una visión negativa en el mercado peruano, que continúa presentando ruidos políticos, incertidumbre sobre nuevos retiros y valorizaciones poco atractivas frente a sus pares. Continuamos marcando neutralidad en el resto de los países: en Colombia el posicionamiento del nuevo Gobierno y la propuesta de reforma tributaria podría afectar el atractivo del país; en México, las valorizaciones no son tan interesantes en comparación con sus pares y el ambiente de negocios que sigue deteriorado; por último, en Brasil esperamos alta volatilidad por las próximas elecciones presidenciales.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Los mercados retoman tendencia negativa en agosto.

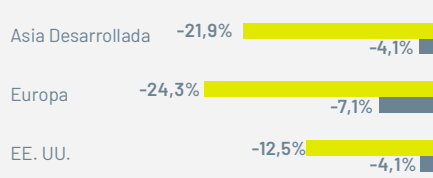
En agosto, los mercados habían comenzado con rendimientos alentadores luego de las sorpresas a la baja en los datos inflacionarios del mes de julio. Sin embargo, tras el discurso de Jerome Powell en Jackson Hole, retomaron la tendencia negativa característica del primer semestre del año. Nuevamente el mercado incorpora una FED más agresiva. En la renta fija americana observamos un alza en todos los nodos a lo largo de la curva.

Por otro lado, los precios para los consumidores en Estados Unidos están mostrando señales de mejora y de tendencia a la baja (la variación anual retrocedió en julio a 8.5% desde un 9.1% en junio), además hemos visto mejoras en las cadenas de suministro que podrían seguir reduciendo las presiones inflacionarias por el lado de la oferta. Sin embargo, los riesgos de una inflación generalizada y en especial, de una postura menos expansiva por parte de la FED por más tiempo, persisten. En el esperado simposio de Jackson Hole, donde se reúnen los banqueros centrales más reconocidos, Jerome Powell dio un discurso sobre la estrategia que llevarán a cabo para combatir la inflación, enfatizando en que harán todo lo que esté a su alcance para controlar la dinámica de precios en Estados Unidos, aunque esto sea restrictivo para la economía. Adicionalmente, el mercado laboral americano sigue mostrando señales de solidez al crear cerca de 315,000 empleos en agosto, lo cual da más sustento a que la FED pueda seguir con su trayectoria alcista.

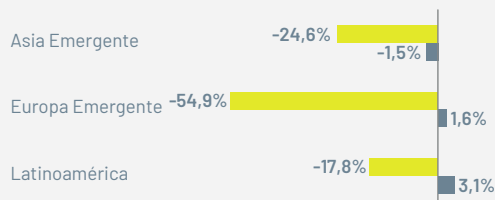
Dentro de SURA Investment Management, esperamos que la volatilidad persista en los próximos meses, aunque vemos oportunidades en la selectividad en la renta variable, manteniendo un leve largo por sobre la renta fija. Nuestras principales apuestas vienen por Asia Emergente y Japón. En ambas regiones las presiones inflacionarias no son tan apremiantes como en el resto del mundo, por lo que frente al escenario de desaceleración al cual nos enfrentamos, los respectivos bancos centrales tendrían mayores oportunidades de realizar políticas expansivas y los gobiernos podrían estimular la economía en mayor medida. Mantenemos nuestra visión negativa en Europa dada la alta dependencia energética que mantienen con Rusia, lo cual generará presiones inflacionarias elevadas en la región por un tiempo más prolongado, con consecuencias negativas para la actividad local.

Por el lado de la renta fija, optamos por activos con menor duración, ya que el mercado actualmente está descontando un recorte de tasas muy agresivo por parte de la FED para 2023, algo que vemos difícil de materializarse con las condiciones actuales. Por esto, viramos hacia una visión negativa en la deuda gubernamental de Estados Unidos. En el crédito corporativo estadounidense estamos prefiriendo *High Yield* de menor duración por sobre *Investment Grade*, principalmente porque los fundamentales del primero presentan números sólidos y no vemos justificado el gran incremento en la prima de riesgo de las últimas semanas.

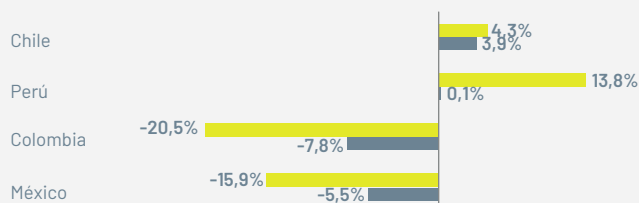
MERCADOS DESARROLLADOS



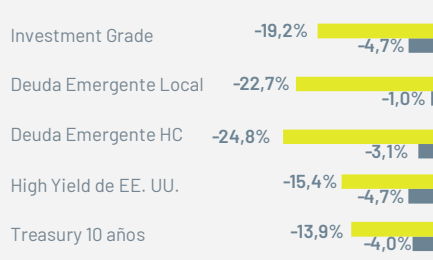
MERCADOS EMERGENTES



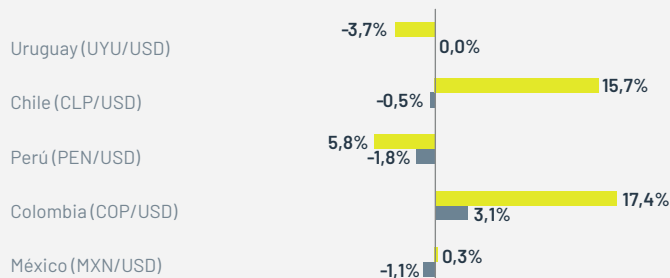
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Buen mes para los activos de la región.

Los mercados latinoamericanos se vieron afectados por un tono más *hawkish* por parte de la FED, que impulsó los temores de una recesión global. Sin embargo, dichas pérdidas se lograron compensar con los nuevos anuncios por parte del Gobierno chino de mayores estímulos a proyectos inmobiliarios y de infraestructura, que impulsaron principalmente a los metales. Esto permitió que la región pudiera finalizar el mes presentando un retorno positivo de 2.3% (ILF). Adicionalmente, datos recientes de inflación y crecimiento en Brasil han sorprendido positivamente al mercado. Sin embargo, la contienda electoral en el país ha generado volatilidad adicional por anuncios de nuevos proyectos que presionarían, aún más, las cuentas fiscales del mercado más grande la región.

En México, los datos del PIB revelan que la economía se expandió 0.9% durante 2T22, siendo la industria quien registró el mayor avance en términos anuales. Sin embargo, ante un potencial escenario de desaceleración, se espera que la economía crezca 2% este año. Por otro lado, la inflación ya supera 8.5% hacia la primera mitad de agosto, pero podría comenzar a descender en las siguientes lecturas y cerrar el año en 8.1%. Este hecho sigue justificando la dinámica de incrementos de tasa por parte de Banxico, que podría alcanzar 9.5% en los próximos meses. Finalmente, esta política contractiva ha brindado un importante soporte al peso mexicano respecto al dólar, sin embargo, los analistas esperan niveles cercanos a 20.45 unidades al cierre de 2022.

En Chile se realizó el referendo sobre la nueva Constitución después de un largo proceso que inició a mediados de 2021. Pocos meses después del inicio del proceso de la nueva Constitución, las encuestas mostraban un fuerte rechazo ciudadano. El 4 de septiembre, el rechazo ganó con un margen de aproximadamente 24% con respecto al apruebo, mostrando así el descontento de los ciudadanos por la propuesta de la nueva Constitución y por la forma en que se llevó a cabo. Sin embargo, la Constitución actual, que nació en la época de mandato de Pinochet, sigue generando descontento, por lo cual esperamos que se proponga un nuevo proceso para reformar o cambiar la actual Constitución. Lo anterior podría traer un nuevo periodo de incertidumbre, pero sería menor al recién presenciado por una menor probabilidad de presentar propuestas radicales.

En Perú, las proyecciones de crecimiento económico vienen bajando, de acuerdo al contexto de subida de tasas que desaceleran el consumo y el crédito; así como también por los continuos cambios en el gabinete ministerial y las continuas acusaciones al presidente del país, que generan mayor incertidumbre y retrasos en las inversiones públicas y privadas. El Banco Central mantiene sus estimados de crecimiento para fines de año en un rango de 2.5%-



3.0%, al igual que varios analistas económicos. Por su parte, los datos de inflación y las expectativas de agosto vienen contrayéndose, alcanzando niveles de 8.4% y 5.2% respectivamente. A pesar de que los datos en mención vienen bajando, aún se espera que para el cierre de año la tasa de política monetaria pase del actual 6.5% a 7.0% o 7.5%.

En Colombia, a principios del mes de agosto, el presidente Gustavo Petro y su equipo se posicionaron como nuevo Gobierno. El día después de su investidura, la nueva administración envió al Congreso su propuesta de reforma tributaria, cuyo objetivo es recolectar alrededor de 1.7% adicional del PIB. No obstante, con la aplicación de medidas en contra de la evasión, se espera duplicar el valor de recaudación final. Esta reforma está principalmente dirigida a las personas naturales, jurídicas y al sector extractivo. Estimamos que la reforma será diluida en el Congreso, principalmente por puntos que han generado controversia como son los impuestos a los dividendos, a las ganancias ocasionales, a las bebidas azucaradas y a los alimentos procesados.

En Uruguay, los cambios y reformas están siendo el eje de discusión política en el país. Por un lado, se está evaluando el anteproyecto de reforma de seguridad social, necesario para la sostenibilidad fiscal, que implicaría cambios a futuro ya que podría representar un aumento en la edad jubilatoria entre otros aspectos. Por otro lado, la reforma educativa que impulsa el Gobierno ha generado manifestaciones, conflictos e incluso ocupaciones de instituciones educativas debido a la desaprobación de determinados grupos vinculados a la educación. A su vez, en los últimos días se ha levantado el punto respecto a los delitos y homicidios, donde, entre otras medidas, se destaca el intercambio entre autoridades nacionales de Uruguay y Brasil para mejorar la coordinación de la Policía y las Fuerzas Armadas a ambos lados de la frontera.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Mantenemos neutralidad ante pocos incentivos a la inversión y problemas en acuerdos interacionales.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante el segundo trimestre del año, la economía mexicana se expandió 2% en términos anuales. En gran medida esta cifra se ve explicada por la fortaleza del sector manufacturero pero un menor crecimiento en EE. UU. supone una grave amenaza. En meses recientes el dinamismo económico ha venido a la baja según el índice de actividad económica local, explicado principalmente por posturas monetarias restrictivas a nivel global. Por fortuna, las remesas provenientes de EE. UU. siguen marcando ingresos históricamente altos dando soporte al consumo. Con esto, se estima que el PIB en México durante 2022 alcance un decepcionante 2%.

INFLACIÓN

La inflación en México alcanzó 8.62% durante la primera quincena de agosto, y 8.15% a cierre de julio. Si bien se estima que ésta podría comenzar su descenso en los próximos meses, su nivel se mantendría por encima del 8% al cierre de 2022. Actualmente, la mayor presión en precios viene de las mercancías alimenticias y productos agropecuarios, aunque se espera que la actualización de las colegiaturas sea un factor relevante en el corto plazo. De cara al próximo año, la expectativa de especialistas privados y del Banco Central es que la inflación general descienda a 4.5%.

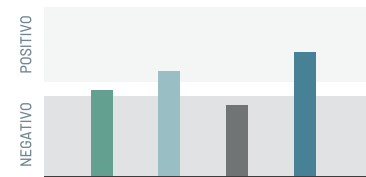
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Las expectativas de inflación para este año se siguen incrementando, hecho que mantiene muy alerta a Banxico. Ante esta dinámica de precios, el Banco Central incrementó su nivel de tasa de fondeo en 75 puntos base en su reunión de agosto, llevándola a 8.5%. Con las cifras actuales de inflación, que aún no reflejan del todo el nuevo inicio del ciclo escolar, se espera que en su próxima reunión de septiembre el banco incremente hasta 75 puntos adicionales para abrir la posibilidad de que en el año las tasas superen el 9%, lo que implicaría niveles no observados desde 2007.

TIPO DE CAMBIO

El dólar continúa mostrando fortaleza frente a sus pares desarrollados por la prospectiva de mayor diferencial de tasa en EE. UU. Sin embargo, la moneda mexicana se mantiene firme, gracias a un ciclo anticipado de alzas en tasa de política monetaria, así como una fuerte entrada de divisas en forma de remesas. Con esto, a cierre de agosto, el dólar reporta un retroceso en el año de casi 2% frente al peso: sin menoscabo de lo anterior, los analistas siguen esperando una depreciación de la moneda para fines de año, colocando la paridad en 20.45 pesos.

MONITOR POLÍTICO



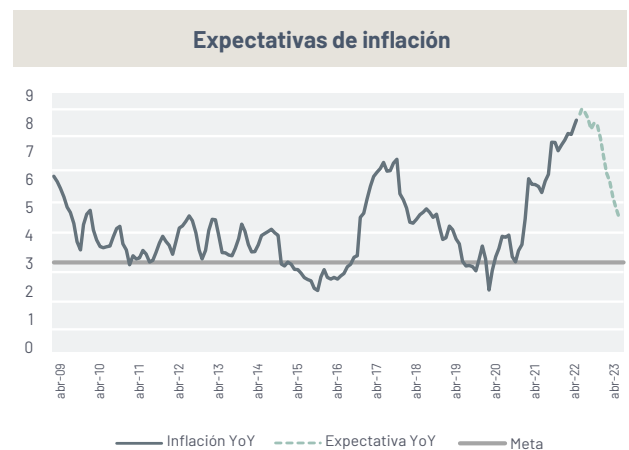
México

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

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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,2%	2,0%	2,5%
INFLACIÓN	7,5%	8,1%	8,3%
TPM	9,50%	9,50%	10,00%
FX	19,80	20,45	22,50





RENDA FIJA LOCAL

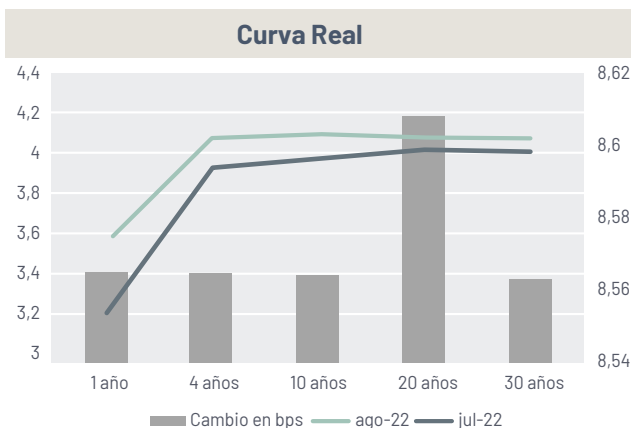
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La inflación actual deriva en una postura menos expansiva de bancos centrales alrededor del mundo. Este hecho ha perjudicado el apetito de los inversionistas por la renta fija. Ante este contexto, las curvas nominal y real en México reportaron subidas generalizadas. En el primer caso estas promediaron 48 puntos base de incremento; mientras que en bonos ligados a inflación las subidas fueron de 18 básicos. En ambos casos las mayores alzas se dieron en nodos medios y cortos.

RENDA FIJA	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Duración	UW	UW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

DURACIÓN

La presión en las expectativas de inflación y el crecimiento a la baja mantienen la curva anclada e invertida desde la zona media hacia la parte larga. Por otro lado, la incertidumbre sobre la velocidad de la política monetaria tanto de la FED como de Banxico genera mucha volatilidad en la curva local, y la poca liquidez no ayuda. Adicionalmente, los flujos de inversión extranjera mantienen su tendencia negativa. Todo lo anterior nos motiva a mantener la subponderación en duración.



CURVA

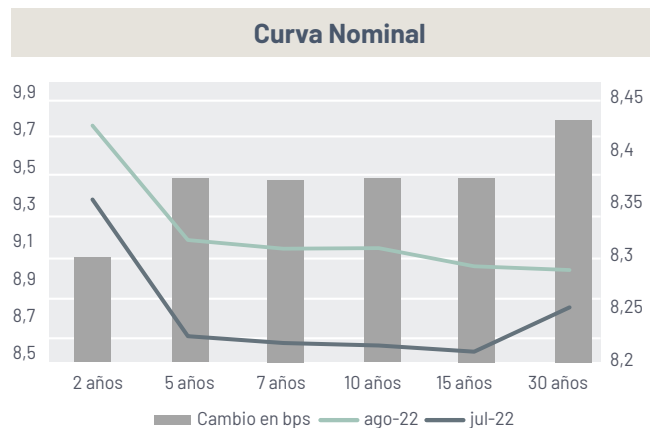
La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo, y las expectativas del mercado se ajustan constantemente con cada dato de inflación al alza. En el mediano plazo, esperamos curvas planas (o invertidas), pero el ajuste hacia el *steepener* puede darse en cuanto haya más claridad de la tasa terminal de política monetaria. Con ello, el posicionamiento y expectativa es que se mantenga el aplanamiento.

CORPORATIVOS

El beneficio del crédito se mantiene ante el entorno de tasas aún al alza. Los *spreads* de crédito corporativo y bancos se han comprimido demasiado por un efecto de liquidez, y las condiciones de mercado parecen no reflejar adecuadamente el riesgo de crédito. Ante este escenario mantenemos posicionamiento para capturar devengo, pero es buen momento para darle rotación a créditos más demandados.

REAL VS. NOMINAL

La inflación esperada por los analistas privados encuestados por el propio Banxico es 8.15% para 2022 y 4.50% para el cierre 2023. En general, esperamos que la presión en precios se mantenga por varios factores externos durante el 3T2022, y podría comenzar una tendencia a la baja a partir del último trimestre del año. Ante un mayor devengo, y niveles de inflación sin claro cambio de tendencia, mantenemos el posicionamiento que sobrepondera tasas reales sobre las tasas nominales.





RENTA VARIABLE LOCAL

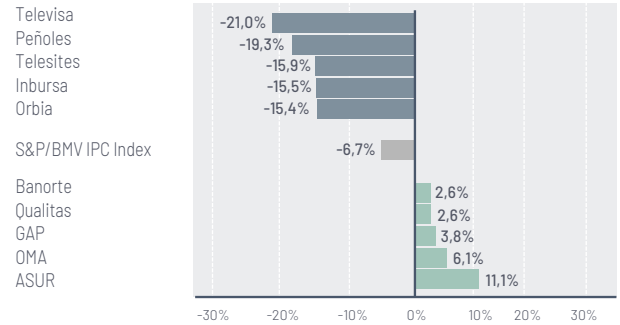
ANÁLISIS DE MERCADO

En agosto el IPyC cayó 6.7%, en línea con el desempeño negativo de los mercados accionarios internacionales. El sector ganador fue aeropuertos: Asur (+11.1%), Oma (+6.1%) y Gap (+3.8%) lideraron la recuperación, impulsados por *upgrades* de muchos bancos de inversión al sector. En términos relativos, otro sector que lo hizo bien fue consumo: Coca Cola Femsa (-0.2%), Femsa (-0.6%) y Arca (-2.9%) fueron los nombres que sobrejercutaron al índice. Respecto a los retrocesos, los sectores que más cayeron fueron telecomunicaciones (Televisa y Sites tuvieron caídas por encima del 15%) y salud, donde la acción de Genomma Lab cayó 13% en anticipo a su salida del IPC.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

La bolsa local está transando a 12.5x P/E 2023, muy por debajo de su promedio histórico. Como hemos venido comentando en ediciones anteriores, la baja valuación se explica por el incremento de las expectativas de inflación que se sitúan en 9% para cierre de este año y en 6% para 2023. Cuando las tasas de interés suben, el múltiplo de un mercado accionario tiende a contraerse (para México esto ocurre un 70% del tiempo). Lo llamativo es que en este escenario macroeconómico el consumo continúa viéndose sólido y esto se aprecia en datos como remesas (US\$ 1Bn semanal), mercado laboral (masa salarial: +7.1% en julio) y ventas minoristas (Antad: +12% en julio). Esto ha hecho que las expectativas de crecimiento económico en México se vengán revisando al alza este año.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	N	N
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	N
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
Utilities	OW	OW





CHILE

Victoria del 'rechazo' nos lleva a mantener nuestra visión positiva.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de julio fue de 1.0% a/a, en línea con lo esperado, dando cuenta de una economía que está en fase de ajuste, con el menor dato de crecimiento del año. El cambio positivo del IMACEC se explicó fundamentalmente por actividades de servicios, que compensó las caídas en minería y comercio. Las expectativas de crecimiento en 2022 se corrigieron al alza, pasando de 1-2% a 1.5-2.25%.

INFLACIÓN

Sobre la inflación, el Banco Central estima que llegue a 9.9% en 2022; esperamos que ese nivel se corrija al alza en el informe de septiembre dado que los datos inflacionarios han seguido sorprendiendo al alza y el tipo de cambio se ha mantenido en niveles bastante depreciados.

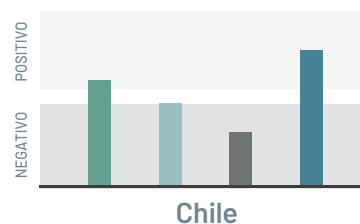
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria en el mes de julio, el consejo subió la tasa en 75 bps llegando a 9.75%. Las expectativas del mercado traen un TPM terminal de 11.00%.

TIPO DE CAMBIO

A mediados de agosto, el peso chileno marcó una devaluación aproximada de 4.6% respecto al dato de julio, para después recuperarse y finalizar el mes marcando una apreciación de 0.5%. Este comportamiento estuvo explicado por dos factores: i) el cobre (principal exportación de Chile) reaccionó positivamente a los anuncios de estímulos adicionales en China dirigidos a proyectos inmobiliarios y de infraestructura; ii) la materialización de los resultados de las encuestas sobre la nueva Constitución, que indicaban la victoria del rechazo. Esperamos que la tendencia positiva en el peso chileno continúe de acelerarse la dinámica en China, la continuación de la intervención cambiaría del Banco Central hasta finales de septiembre y por la victoria del rechazo.

MONITOR POLÍTICO

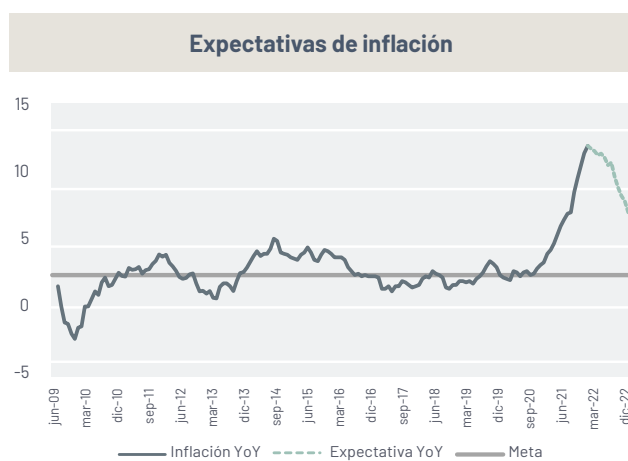


■ Situación fiscal ■ Situación política
■ Situación social ■ Fortaleza institucional

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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,4%	2,1%	3,2%
INFLACIÓN	11,6%	12,1%	12,6%
TPM	10,50%	11,00%	11,50%
FX	825	930	960





RENDA FIJA LOCAL

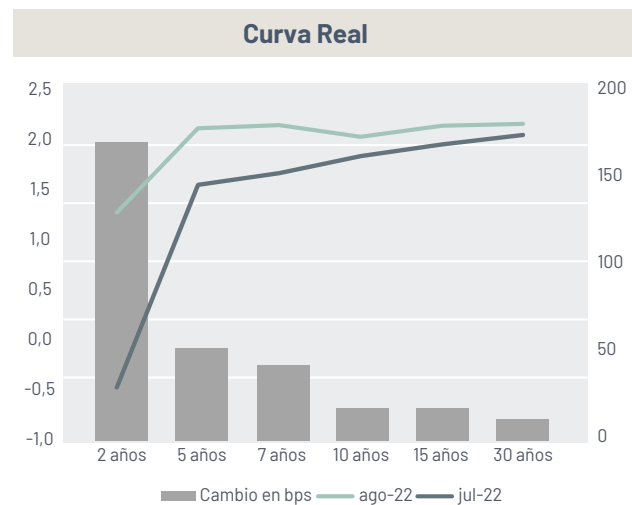
DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Durante el mes de agosto vimos para las tasas un movimiento en general al alza por flujos desde fondos de duración media a fondos cortos para buscar refugio por motivo del plebiscito de salida. Dado que el resultado fue el rechazo y por amplio margen, podemos esperar cierto revés.

RENDA FIJA	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Duración	N	OW
Curva	-	-
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

DURACIÓN

Con motivo de lo anterior, ajustamos la estrategia de duración, pasando de la neutralidad a la sobreponderación.



CURVA

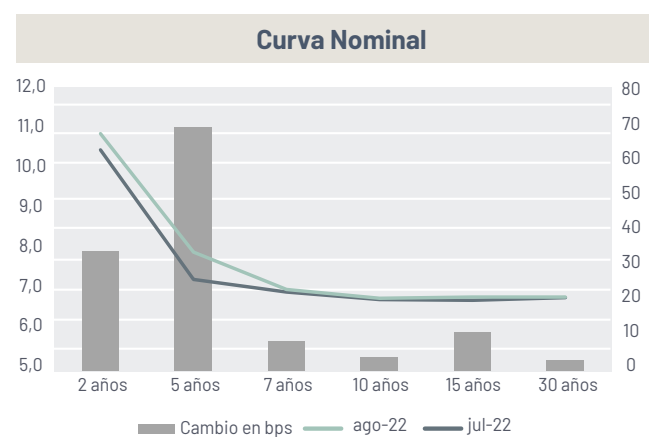
Mantenemos la postura neutral en las apuestas de pendiente de la curva.

CORPORATIVOS

Los flujos fueron negativos principalmente en la parte corta y media en UF generando oferta de papeles y subidas en los spreads respecto al mes anterior. Los papeles bancarios pasaron de 50 puntos de spread a cerca de 65 puntos; las empresas AA pasaron de 80-90 puntos a 110; los A a niveles de 140.

REAL VS. NOMINAL

En las tasas nominales tuvimos principalmente un comportamiento al alza, lo anterior luego de que el Banco Central subiese la tasa a 9.75% en su reunión de julio y que ajustara su corredor de política monetaria a mayores subidas en su IPoM del mismo mes. Con lo anterior tanto depósitos como bonos en CLP están en niveles muy parecidos a la nueva TPM. Por el lado de las tasas medias y largas vemos un comportamiento también al alza. Tuvimos un dato de inflación elevado en julio de 1.4%, junto con un tipo de cambio volátil. La importante salida de flujos de la renta fija de la parte media y larga generó aumentos en las tasas en UF, llevando a rentabilidades negativas.





RENTA VARIABLE LOCAL

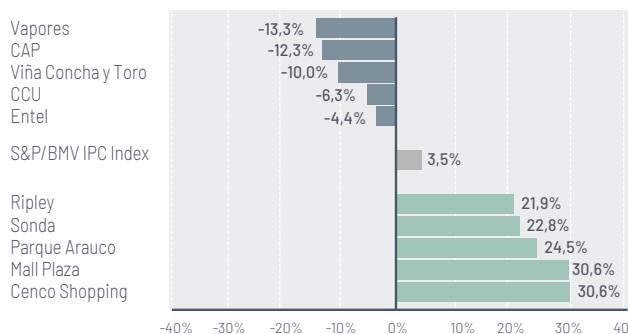
ANÁLISIS DE MERCADO

Agosto fue un mes positivo para el Ipsa, que se vio impulsado por compañías que mostraban un rezago en su rentabilidad acumulada en el año, destacando el sector de real estate que tras las fuertes alzas de tasas se mantuvo desalineado de sus fundamentos. Si bien el desempeño fue favorable, es importante destacar que las valorizaciones continúan atractivas, siendo importante la selectividad.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

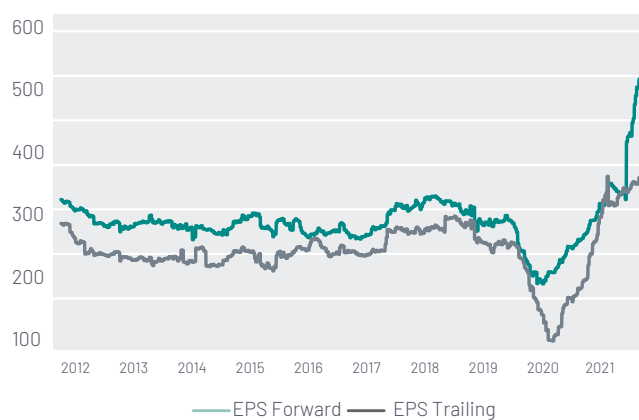
En esta línea, dentro de nuestros sectores destacados se encuentran el sector financiero, materiales, telecomunicaciones y real estate, tomando en cuenta las favorables expectativas de crecimiento y atractivas valorizaciones que presentan. En cuanto al sector industrial, tras el buen rendimiento durante el último año, creemos que la cima de resultados habría llegado y vemos mejores oportunidades en otros sectores más rezagados. En tanto, el posicionamiento en el sector de telecomunicaciones se debe a una descontada valoración y atractivo *dividend yield* por eventual venta de activos. Por otro lado, tenemos una visión neutral en consumo, tanto básico como discrecional, privilegiando papeles con mejores perspectivas de crecimiento y que consideramos presentan rezago en valorización.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Mantenemos visión negativa ante incremento de ruidos políticos.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en el mes de junio del 2021, la producción nacional creció 3.4%, impulsada por el crecimiento en los sectores de pesca (15.1%), hidrocarburos (14.2%), manufactura (5.6%), construcción (6%) y servicios (3.5%). También cabe mencionar que los puestos de trabajo formales crecieron 6.1% con respecto a junio del 2021. El Ministerio de Economía y Finanzas publicó en el Marco Macroeconómico Multianual un crecimiento del PIB de 3.3% para 2022, 3.5% para el 2023 y 3.4% para el 2024.

INFLACIÓN

La inflación bajó de 8.74% en julio a 8.40% en agosto, mientras que las expectativas de inflación bajaron de 5.35% en junio a 5.16% en julio. Esta disminución en la inflación y en sus expectativas se debe principalmente a una moderación en los precios de los alimentos y energía, ya que la inflación subyacente presentó un incremento de 4.95% en junio a 5.44% en julio. Se espera que la inflación siga moderándose conforme los alimentos y la energía vayan disminuyendo sus precios, producto de la desaceleración económica a nivel global.

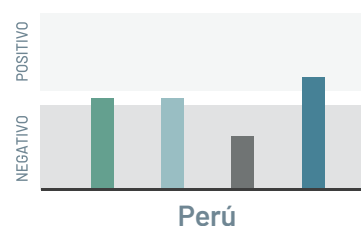
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En agosto del 2022, el BCRP decidió aumentar la tasa de interés de referencia de 6.00% a 6.50%, continuando con la política monetaria contractiva para hacerle frente a la inflación y a sus expectativas. El incremento se dio debido a que la inflación y sus expectativas (8.40% y 5.16%), a pesar de haber disminuido, se encuentran muy por encima del rango meta (1% - 3%). Esperamos que en la próxima reunión de política monetaria, el BCRP suba su tasa de referencia en 25 bps, ya que la inflación y sus expectativas están cayendo, pero aún siguen muy por encima del rango meta. Se espera que las tasas se mantengan altas hasta ver mejoras en los datos de inflación, la cual se espera que regrese a su rango meta a finales del 2023.

TIPO DE CAMBIO

En el mes de agosto, el sol se apreció 1.8%, en línea con sus pares de la región, esto debido a la recuperación del apetito por riesgo por parte de los inversionistas, luego de que China anunciara medidas para estimular su economía. Al cierre de mes, el dólar llegó a 3.84 soles. Se proyecta que el tipo de cambio cierre el año en niveles cercanos a 3.90 - 4.00 unidades.

MONITOR POLÍTICO



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

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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,4%	2,8%	3,5%
INFLACIÓN	6,0%	7,0%	8,1%
TPM	6,00%	7,25%	7,75%
FX	3,8	3,89	4,1





RENTA FIJA LOCAL

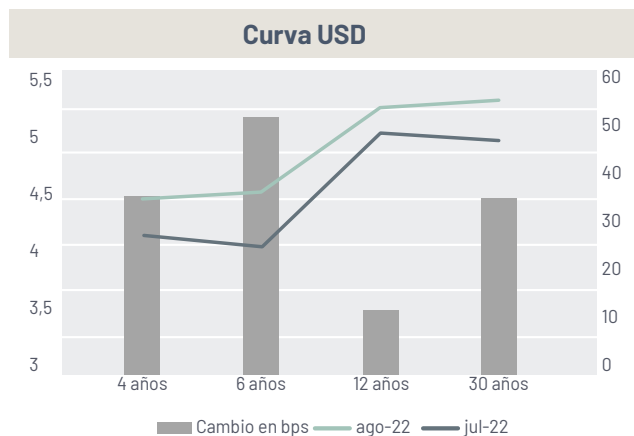
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana tuvo una contracción de 16 puntos básicos en promedio en toda la curva, manteniendo una tendencia paralela con respecto al mes anterior. Esto va de acuerdo a la data de inflación que viene contrayéndose y a que probablemente nos encontremos cerca del pico de alza de tasas, lo cual conlleva a que poco a poco la curva se empiece a apreciar por mayores flujos de compra. Cabe indicar que esto puede ser estropeado en el margen por los retiros adicionales de las AFPs y porque aún se mantiene el ruido político local.

RENTA FIJA	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Duración	UW	N
Curva	-	-
Corporativos	N	OW

DURACIÓN

Hemos cambiado nuestro posicionamiento a estar neutrales en duración, de acuerdo a la nueva data de inflación, que nos da indicios de estar cerca al pico de tasas altas en la renta fija, por lo cual consideramos importante ir aprovechando algunas oportunidades puntuales de duraciones más largas. Esto a pesar de los próximos retiros de las AFPs, pues se estima que estos retiros no sean tan materiales para la curva soberana.

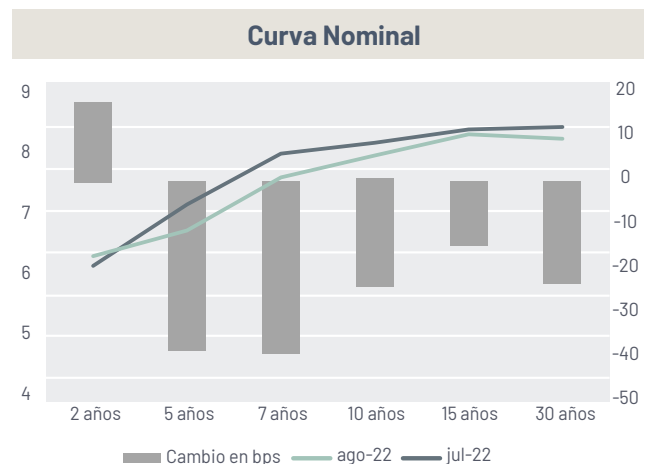


CURVA

Nos mantenemos neutrales en la pendiente de la curva soberana local, pues consideramos que la mayor parte del aplanamiento de la curva ya se encuentra descontado. Creemos que los riesgos que veíamos por el próximo retiro de las AFPs no serán tan materiales para la curva como se esperaba, por lo cual nos mantenemos neutrales.

CORPORATIVOS

En agosto, no vimos mucha actividad en el mercado primario de bonos corporativos locales, sin embargo, se empieza a observar una ligera ampliación de *spreads*, de aproximadamente 50pbs en promedio. Por su parte, los bonos corporativos con mayor negociación en el mercado secundario continuaron siendo los de duración de 0-1 año y el de 1-3 años, esto como resultado de la mayor subida de tasas en ese tramo de la curva. Asimismo, observamos preferencia por bonos corporativos con *rating* AAA y AA. El comportamiento en los *spreads* corporativos con las características más negociadas fue al alza.





RENTA VARIABLE LOCAL

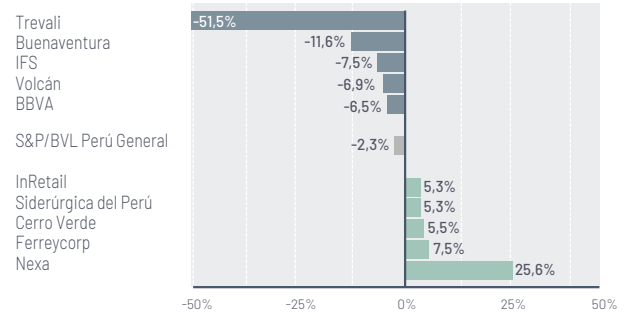
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante el mes de agosto, la BVL cayó 2.3% en medio de baja liquidez y la temporada de resultados. Los sectores cíclicos corrigieron en línea con los mercados globales, además de algunas sorpresas negativas en resultados. Minería tuvo la mayor caída (-4.6%) tras un trimestre afectado por caída en los precios de metales y presiones inflacionarias en costos de producción. Construcción corrigió 1.4% con poca liquidez. Financieros cayeron 2.2% a pesar del desempeño positivo de BAP, debido a una sorpresa negativa por resultados en IFS. Consumo fue el mejor sector del mes (+2.9%) liderado por InRetail (+5.3%). El sector eléctrico, naturalmente defensivo, tuvo un rendimiento de 0.8%.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

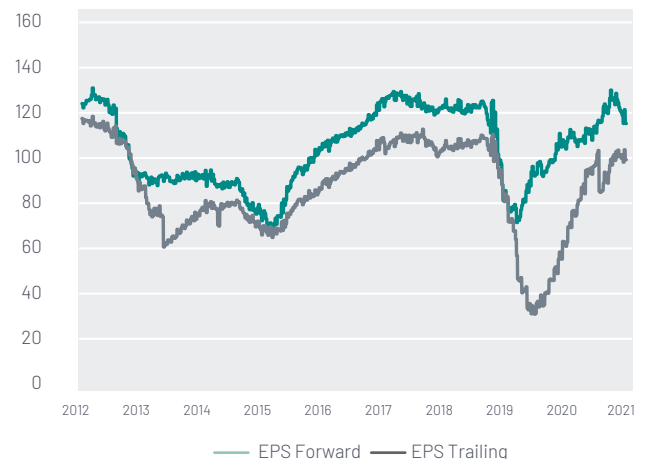
Mantenemos nuestro posicionamiento con ligeros cambios. Incrementamos nuestra exposición en alimentos al aumentarse el descuento por múltiplos con respecto a su propia historia. En minería, mantenemos nuestra exposición a cobre y zinc luego de la corrección vista en los últimos meses, priorizando mineras con bajo cash cost y eficiencia operativa. Mantenemos una visión positiva en metales base y subponderamos las productoras de metales preciosos. Así mismo, nos mantenemos positivos en sectores ligados a la demanda interna (construcción e industrial) con preferencia por empresas con suministros locales de materias primas. Si bien, el *dividend yield* es atractivo, reducimos nuestra posición en el sector eléctrico, prefiriendo las atractivas valorizaciones en los sectores mencionados anteriormente.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	OW	OW
Industrial	OW	OW
Materiales	N	UW
Minería	N	N
Utilities	UW	OW





COLOMBIA

Mantenemos neutralidad ante evolución de la nueva reforma tributaria.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Conocimos el dato de crecimiento para el 2T22 de Colombia, el cual presentó una aceleración de 12.6% a/a, por encima de las expectativas de mercado que esperaban un 12.1%. Cierta parte puede ser explicada por una base favorable, como consecuencia de las manifestaciones que se presentaron en el mismo trimestre del año pasado. Sin embargo, resaltamos el papel del consumo privado que continúa resiliente, siendo el principal motor de crecimiento. Aun así, la economía seguirá enfrentando retos por la incertidumbre política, las presiones inflacionarias y el endurecimiento de las condiciones financieras.

INFLACIÓN

En julio, la inflación presentó una variación mensual de 0.8%, por encima de las expectativas del mercado que esperaba un 0.6%. El rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas nuevamente presentó un incremento en la contribución mensual, pasando de un 0.12% en junio a un 0.22% en el mes. Lo anterior, explicado por la volatilidad de la tasa de cambio y el incremento en los costos internacionales de alimentos. Por otro lado, el rubro de alojamiento, agua, electricidad y gas se mantuvo estable con respecto al mes pasado, contribuyendo 0.18% en el mes.

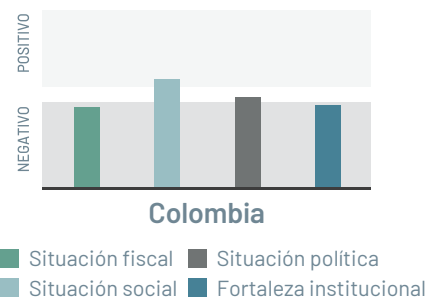
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la última reunión del mes de julio, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 150 puntos básicos a 9.0%, en línea con el consenso del mercado. Dicha decisión tuvo en cuenta la inflación registrada en junio, junto con las expectativas inflacionarias ajustándose al alza para fin de año y un exceso de demanda en medio de una actividad económica que sigue mostrando fortaleza. Esperamos que el ciclo contractivo continúe en las próximas reuniones, con una tasa de intervención cercana al 11% para fines de año.

TIPO DE CAMBIO

Agosto se caracterizó por ser un mes negativo para el peso colombiano, que presentó una devaluación de 3.1%, explicado principalmente por un discurso agresivo por parte de la FED que sorprendió al mercado y permitió que el dólar a nivel global (DXY) se apreciara un 2.6% en el mes. Adicionalmente, la propuesta de reforma tributaria y las preocupaciones sobre retos locales como son los altos déficit gemelos, restaron fortaleza al peso. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga a medida que avancen las discusiones de la nueva reforma tributaria, las decisiones del Banco Central y la debilidad económica global.

MONITOR POLÍTICO



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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	4,3%	6,4%	7,7%
INFLACIÓN	7,0%	9,3%	10,6%
TPM	11,25%	11,00%	11,50%
FX	4.000	4.283	4.500





RENTA FIJA LOCAL

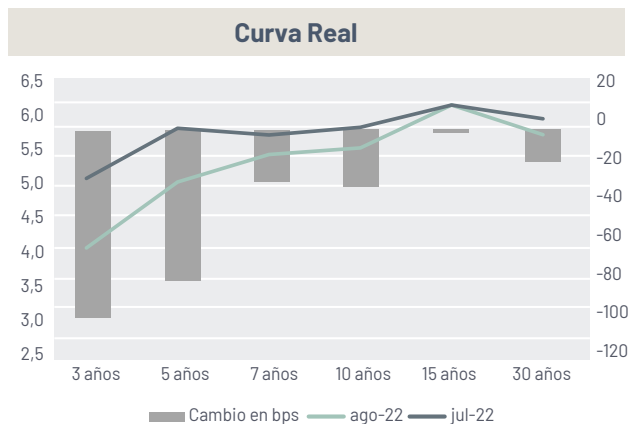
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

El dato de inflación correspondiente al mes de julio (10.2%) sorprendió al mercado y generó un nuevo apetito por los títulos indexados a este indicador. A lo anterior, súmese una fuerte cifra de crecimiento, los altos precios de las materias primas, los comentarios sobre un posible incremento del salario mínimo para el 2023 de doble dígito y el *pass through* de la tasa de cambio, generando dudas sobre un marcado descenso de la inflación para el próximo año.

RENTA FIJA	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	UW	N

DURACIÓN

Mantenemos nuestra visión de neutralidad en duración con un sesgo a favor de incrementarla gradualmente para sacarle provecho a los aplanamientos esperados de las curvas; sin embargo, seguimos de cerca y con cautela el mercado, dada la alta volatilidad que se ha presentado durante los últimos días a razón de los datos económicos salientes, las expectativas sobre IPC y TPM, y los efectos económicos provenientes de la reforma tributaria presentada.



CURVA

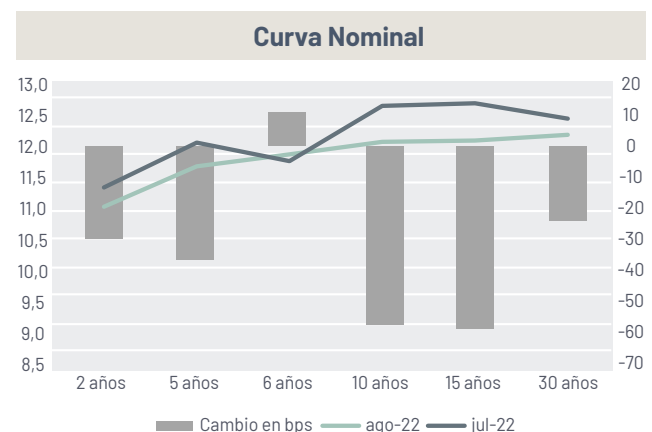
Continuamos a favor de un aplanamiento de la curva soberana, a través de una marcada depreciación de la parte corta y estabilidad o apreciación en los nodos más largos de la curva.

CORPORATIVOS

El *spread* de la curva soberana en comparación con la curva corporativa continua en niveles históricamente altos y se sigue ampliando como consecuencia de una baja liquidez en el mercado secundario que limita el espacio de valorización. Además, observamos captaciones primarias a tasas cada vez más agresivas por parte de las instituciones financieras para ajustar su coeficiente de fondeo estable neto que incrementan el mismo.

REAL VS. NOMINAL

Durante agosto, la curva soberana nominal presentó un aplanamiento acompañado de desvalorizaciones en el nodo corto de 2 años y apreciaciones para los diferentes títulos de la parte media y larga de la curva. Por su parte, la curva real presentó apreciaciones para todos los plazos como consecuencia del dato de inflación. Dicha valorización se presentó con mayor proporción en la parte corta de la curva, mientras que para los plazos intermedios y largos fue en promedio de 37pb.





RENTA VARIABLE LOCAL

ANÁLISIS DE MERCADO

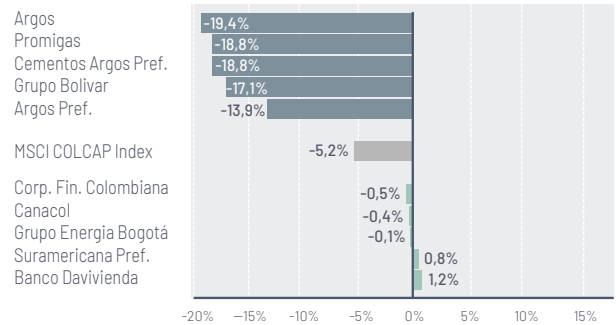
En el mes de agosto el mercado local presentó una caída de 5.2% m/m en moneda local, un resultado opuesto al índice de mercados emergentes que rentó +0.1% m/m. Este comportamiento está principalmente explicado por la propuesta de una nueva reforma tributaria bajo la presidencia de Gustavo Petro, con pretensiones alrededor de los USD 25 bn, equivalentes al 1.7% del PIB.

Dentro de las propuestas presentadas, con mayor impacto en el mercado, se encuentran: i) un impuesto a las bebidas azucaradas y alimentos ultra procesados; ii) impuesto a la exportación de crudo, carbón y oro; iii) la eliminación de deducibles por pago de regalías; iv) el aumento a la tasa impositiva de dividendos tanto para personas naturales como para extranjeros; y v) la permanencia del impuesto a la sobretasa de los bancos.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Como consecuencia de los posibles efectos que la reforma pueda traer, algunos sectores como el de consumo básico o financiero presentaron caídas de 3.9% y 2.2% respectivamente. Sin embargo, las desvalorizaciones más grandes se presentaron en el sector de materiales, donde compañías con exposición a Estados Unidos fueron las de menor desempeño con rendimientos de -14.2%.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Energía	OW	OW
Materiales	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Consumo básico	UW	UW
Financiero	OW	OW
Servicios de comunicación	N	N
Utilities	UW	UW





URUGUAY

Economía y empleo estables, aunque con pérdida de dinamismo y una inflación elevada.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad económica, al igual que en la mayoría de los países, parece estar perdiendo dinamismo, aunque todavía se mantiene en terreno expansivo y no parece haber indicios de un enfriamiento tal que despierte la inquietud del Gobierno ni del Banco Central del Uruguay (BCU). Las expectativas de los analistas según la encuesta del BCU, se mantuvieron estables para este año y el siguiente en 4.7% y 3% respectivamente. Algunos desarrollos positivos para destacar son el récord histórico en el área sembrada de cultivos de invierno y el nivel estable del stock vacuno a pesar de la alta extracción (faena, ganado en pie) de la temporada 21/22. Entre los aspectos negativos, la recaudación impositiva y el crédito a empresas parecen estancarse, mientras que el ingreso de los hogares desciende.

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor registró una variación mensual de 0.77% en el mes de julio, acumulada en el año 6.86% y los últimos 12 meses se situó en 9.56%. Estos registros se ubicaron por encima de la mediana de expectativas del BCU (0.65%). La inflación interanual se ubicó casi tres décimas por encima del valor del mes pasado (9,56% vs. 9,29%). Los bienes transables fueron los principales responsables de este repunte, explicado por la conducta de los precios internacionales y por las variaciones del tipo de cambio. Las expectativas de inflación tanto para 2022 como para 2023 se ajustaron al alza, pasando de niveles de 8.6% a 8.73% para 2022 y de 7.15% a 7.40% para 2023. En este sentido, las expectativas de inflación se alejan aún más de los límites del rango meta.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 15 de agosto tuvo lugar el Comité de Política Monetaria, donde el Banco Central del Uruguay decidió un aumento de la Tasa de Política Monetaria en 50 bps, llevándola a 10.25% y anticipando nuevas subidas de similar magnitud para las próximas reuniones. En ese sentido, el BCU ratifica el compromiso de profundizar en la fase contractiva de la política monetaria con el objetivo de llegar hacia fin de año a niveles de tasas consistentes con la convergencia de las expectativas hacia el rango meta.

TIPO DE CAMBIO

Los primeros días de agosto presentaron una tendencia a la baja en el tipo de cambio, llegando a caer un 2.5% en una semana, alcanzando un nivel mínimo en el mes de \$40.01. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en las siguientes semanas con movimientos oscilantes, aunque primando una tendencia al alza, en línea con el fortalecimiento generalizado que presentó el dólar americano a nivel internacional. De modo que el mes cerró con un tipo de cambio de \$40.96, levemente por encima del valor de inicio de mes.





RENDA FIJA LOCAL

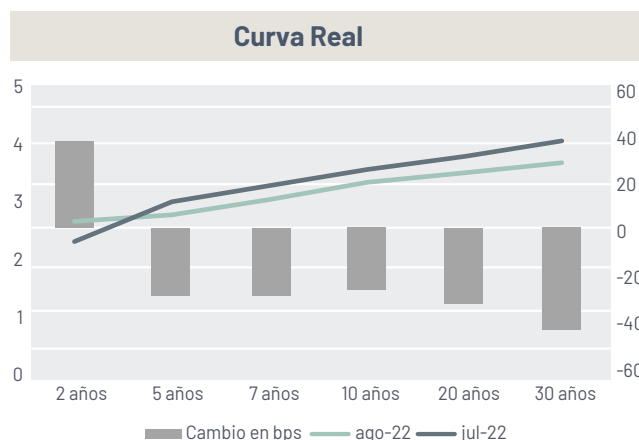
DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Mientras el tramo corto de las curvas locales continuó moviéndose al alza por el impulso de una política monetaria contractiva, los tramos medios y largos mostraron mayor estabilidad y algo de tendencia a la baja, a partir de cierto aflojamiento en las condiciones financieras internacionales, luego de observarse datos de inflación que sugieren inflexión. No obstante, la persistencia del fenómeno inflacionario llevaría a los bancos centrales a mantener tasas elevadas por más tiempo, alejándose de las expectativas del mercado, lo que podría traer aparejado una mayor volatilidad en el corto plazo mientras se procesa el ajuste de expectativas.

RENDA FIJA	AGOSTO	SEPTIEMBRE
Duración	UW	UW
Curva	STEEP	FLAT
Reales vs. Nominales	UW	UW

DURACIÓN

La inflación global parece comenzar a desacelerarse, al tiempo que la actividad global continúa enfriándose. Sin embargo, llevar la inflación a los rangos objetivo no será tarea fácil y requerirá mantener políticas monetarias en terreno contractivo por un periodo más prolongado a lo anteriormente previsto. Si bien las curvas ya contemplan subidas adicionales de la tasa de política monetaria y que éstas podrían darse a un ritmo quizás más lento, estimamos que será más sostenido y que finalmente el ciclo terminará en una tasa mayor a lo que hoy descuenta el mercado. Como conclusión, habría que esperar más tiempo a que se produzcan recortes. En línea con esta visión, a lo que se agrega un elevado clima de incertidumbre geopolítica, nuestra preferencia de duración se mantiene entre neutral y subponderar.

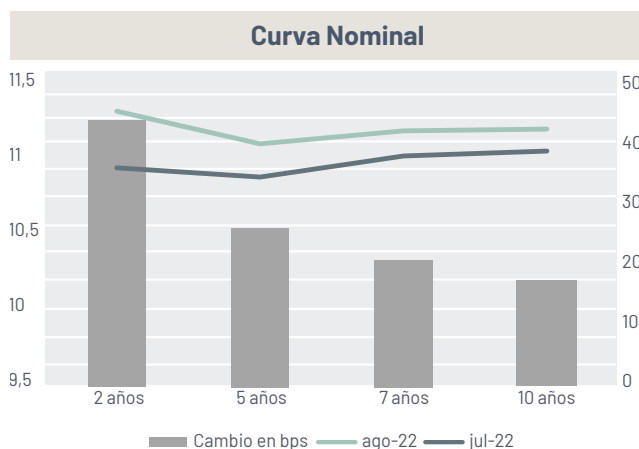


CURVA

Los tramos largos de las curvas pueden haber alcanzado cierto nivel de soporte luego de la salida de inversores extranjeros, habiendo alcanzado un pico en la inflación global y menores expectativas de crecimiento global. Los tramos cortos de las curvas de tasa nominal y de dólares ya contemplan subidas de magnitud para las próximas reuniones de política monetaria. Los tramos medios de las curvas se muestran más vulnerables al ajuste de expectativas ya que descuentan recortes que a priori parecen prematuros para lo que son los discursos de la FED y el Banco Central uruguayo. En resumen, y ante la expectativa de mayor volatilidad, preferimos un posicionamiento de sobreponderación y mayor convexidad en curva.

NOMINALES VS. REALES

Una inflación más estable, a partir de menores presiones desde el frente externo, en conjunto con una política monetaria de convicción contractiva, harán que las tasas reales de corto plazo sigan viéndose presionadas. Si bien, en el mes de agosto el ajuste de este tramo de la curva fue importante, cualquier sorpresa positiva y la misma estacionalidad de la inflación la seguirá manteniendo vulnerable. Mantenemos la preferencia por los activos de tasa nominal de corto plazo.



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.

