

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 0 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



6.17 8.42

1.28

Octubre 2022

One House View

Volatilidad y nuevas caídas en los mercados.

Contenido

1 | Resumen de la estrategia **ir**

2 | Estrategia de inversiones **ir**

3 | Estrategia Latinoamérica **ir**

4 | Análisis por países

México **ir**

Chile **ir**

Perú **ir**

Colombia **ir**

Uruguay **ir**



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

www.sura-im.com/perspectivas

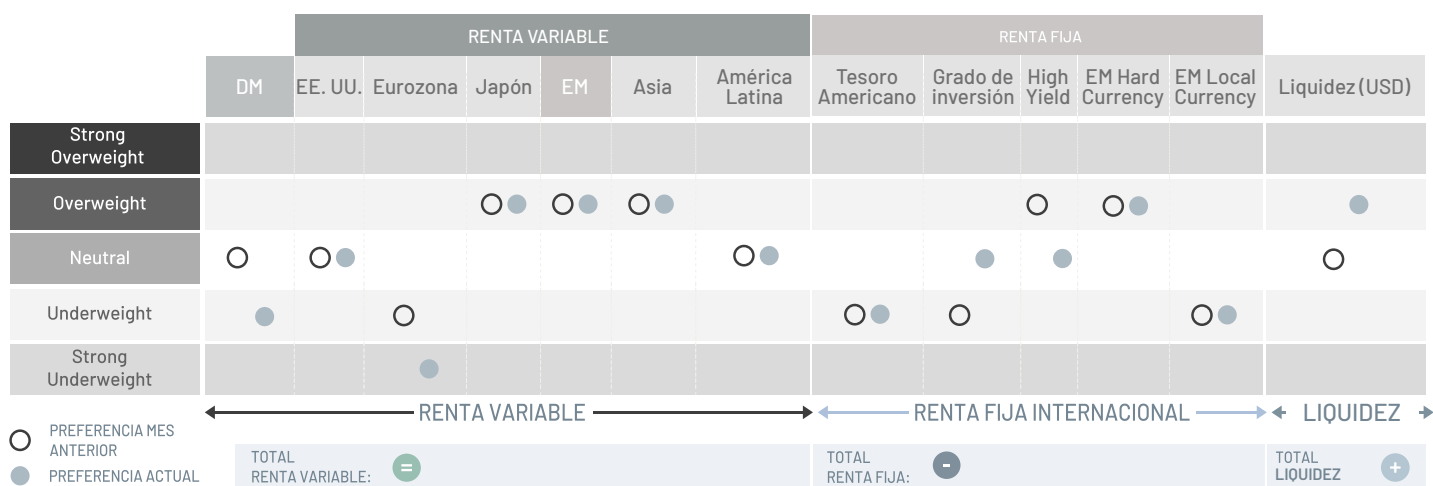
1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Visión global y posicionamiento.

En septiembre, los activos globales continuaron con su tendencia bajista. Una vez más, la inflación global sorprendió al alza. Las expectativas de los agentes del

mercado se ajustaron en consecuencia e incluso, el gráfico de puntos (*dot plot*), estaría mostrando una tasa terminal de 4.5% desde el 3.5% sugerido en junio. En línea con lo anterior, la renta fija a nivel global sufrió desvalorizaciones y la renta variable se vio afectada igualmente, por el incremento en el componente real de las tasas. Esta situación fue intensificada por las peores condiciones económicas en Reino Unido, que llevaron a anunciar una política fiscal expansiva, deteriorando fuertemente los niveles de confianza y los mercados en general por sus posibles repercusiones sobre la inflación.

En este sentido, estamos asumiendo mayor probabilidad de un escenario recesivo para los próximos meses, neutralizando las apuestas en los activos de riesgo a nivel generalizado, pero manteniendo un fuerte enfoque en la selectividad, con preferencia por economías con posibilidad de estímulo, como son China y Japón; el financiamiento continúa siendo a través de Europa. En renta fija, mantenemos un corto en duración, en cuanto creemos que aún queda espacio para ver, al menos de corto plazo, mayores presiones en tasas.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Reanudación del bear market.

El pesimismo en septiembre se mantuvo, alimentado por datos inflacionarios que parecen no ceder, y una política monetaria que, quedándose corta de opciones ante la dinámica actual, continuaría con una postura agresiva.

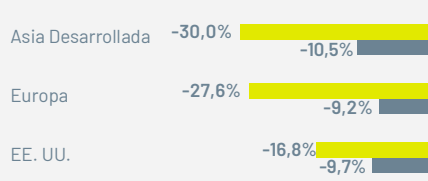
Durante el mes, la Reserva Federal continuó con su retórica contracíclica, esta vez con una votación unánime para incrementar el rango efectivo de política monetaria en 75 bps, llevándolo a 3.00%-3.25%. La decisión estuvo alimentada por la lectura de inflación subyacente de agosto que sorprendió al alza, al ubicarse en 0.6% en la variación mensual (versus 0.3% esperado). Desde la publicación de esta última, hacia la segunda semana del mes, el mercado había empezado a incorporar con alto nivel de certeza, un incremento de 75 puntos por parte del Comité de la Reserva Federal (FOMC por sus siglas en inglés). No obstante, las mayores sorpresas de la reunión vinieron por la actualización trimestral de expectativas, que señalan una tasa terminal en 4.5% (desde un 3.5%) y un crecimiento para el 2022 que alcanzaría un bajo 0.2%.

En consecuencia, dada la persistencia en los niveles de inflación y la política monetaria que parece impermeable a las volatilidades recientes y la presión en precios, las tasas implícitas en la curva de bonos soberanos se ajustan cada vez más al alza, con altos costos para la renta fija de mayor duración, así como para la renta variable global. Asimismo, las condiciones en Europa continúan deteriorándose. Recientemente, se conoció el plan de recorte de impuestos de Liz Truss en el Reino Unido, que generó una crisis de confianza y abruptas alzas en las tasas de interés a nivel global por sus posibles implicaciones sobre la inflación.

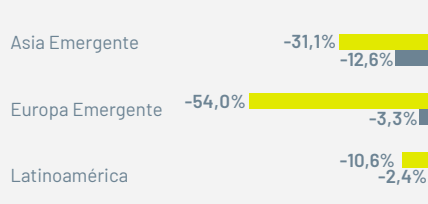
Dentro de SURA Investment Management, esperamos que la volatilidad persista en los próximos meses. Actualmente, estamos asignando una probabilidad significativa (levemente superior al 50%) que el escenario recesivo continúe por los próximos meses, lo que nos ha llevado a acotar la convicción en los activos de riesgo. Recomendamos llevar a neutralidad la renta variable global, continuar con el leve negativo en duración y favorecer la liquidez y la selectividad en los activos. Nuestras principales preferencias 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 dinámica local.

Por el lado de la renta fija, estamos prefiriendo activos con menor duración, ya que el mercado continúa descontando un recorte de tasas muy agresivo por parte de la Reserva Federal para 2023, algo que vemos difícil de materializarse con las condiciones actuales. Por esto, mantenemos nuestra visión negativa en la deuda gubernamental de Estados Unidos.

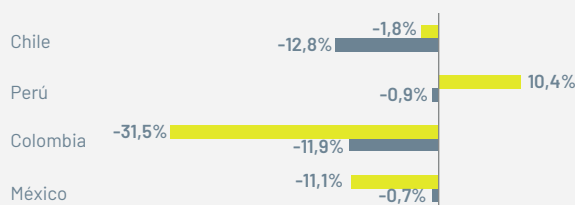
MERCADOS DESARROLLADOS



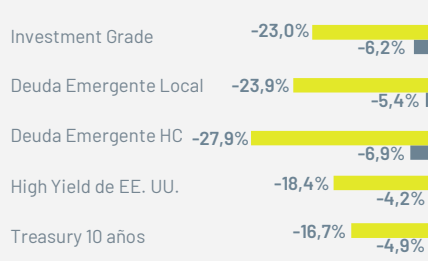
MERCADOS EMERGENTES



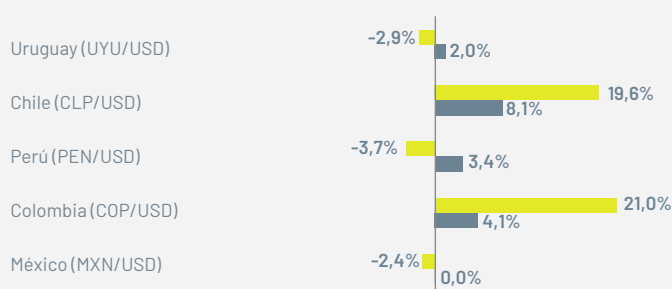
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Valorizaciones atractivas generan oportunidades en Chile y Brasil.

Los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento negativo el mes de septiembre de 2.4%, explicado por mayores temores de una recesión global, que impulsó a la baja los precios de las materias primas, y alta volatilidad ante la primera vuelta electoral en Brasil. A pesar de que los datos macroeconómicos del país han sorprendido positivamente al mercado, la contienda electoral generó volatilidad adicional, que se evidenció a final de mes, por enfrentamientos entre los candidatos y propuestas que implicarían mayor gasto fiscal. Sin embargo, el pasado 2 de octubre se celebró la primera vuelta; como ganador se ubicó el expresidente Lula Da Silva con un 48.4%, seguido por el actual presidente Bolsonaro con un 43.2%. La contienda continuará en una segunda vuelta, donde se definirá el nuevo presidente del gigante latinoamericano. La tendencia fue marcada en las encuestas previas a la elección, sin embargo, el porcentaje que obtuvo el actual presidente de Brasil superó las expectativas, lo que impulsó al alza al mercado.

En México, especialistas privados pronostican que la economía crecerá 2% en 2022. Sin embargo, para el caso del 2023, la expectativa se redujo a 1.20% desde 1.36%. Si bien este menor dinamismo tiene relación con menor crecimiento en EE. UU., también se asocian a la gobernanza, problemas de inseguridad y la inflación. Respecto a esta última, que ya se ubica por encima de 8.7%, apenas descendería marginalmente de cara al cierre de año a niveles entre 8.5% y 8.6% según el consenso de mercado. A su vez, el Banco Central local mantendrá su postura contractiva donde la tasa de referencia alcanzaría al menos niveles de 10.25%; hecho que dará cierto respaldo a la moneda mexicana, para la que se esperan niveles de 20.62 MXN/USD en 2022.

En Chile, las discusiones sobre la nueva Reforma Tributaria avanzaron en el mes de septiembre, después que el Gobierno realizara modificaciones a la propuesta original, reduciendo el recaudo de 4.1% al 3.6% del PIB, con el objetivo de incentivar la inversión en el país. Sin embargo, esperamos que se siga diluyendo en el Congreso dado los resultados evidenciados en el referendo a inicios de septiembre que debilitaron a la coalición del Gobierno, y porque el Congreso mantiene una composición dividida que obligará a la negociación de los puntos más controversiales. Estamos a la espera de la propuesta sobre la reforma pensional, que se planea ingresar en el mes de octubre.

En Perú, el BCRP redujo sus proyecciones de crecimiento económico de 3.1% al 3% para este año, debido principalmente a una menor producción minera a causa de conflictos sociales. Asimismo, la institución continúa



con una política monetaria contractiva, ubicando a la tasa de referencia en 6.75% para septiembre, con el fin de hacer frente a la inflación, la cual se ubicó en 8.4% en agosto, muy por encima del rango meta. Las expectativas de inflación a 12 meses se ubican en 5.1% y se espera que se retorne al rango meta en el segundo semestre del próximo año. Por su parte, el tipo de cambio se depreció debido al tono más *hawkish* de la Reserva Federal y a los temores de una recesión en EE. UU.

En Colombia, la Reforma Tributaria que se presentó a principios de agosto todavía no ha logrado avanzar en el Congreso, dadas las nuevas modificaciones que realizará el Gobierno, principalmente en temas controversiales como son los impuestos a los dividendos, a las exportaciones de oro, a las bebidas azucaradas, a los alimentos ultra procesados y a las ganancias ocasionales. La propuesta plantea recolectar COP 20 billones, menor a los COP 25 billones estimados en el documento original. Aun así, estamos a la espera que las nuevas modificaciones sean ingresadas al Congreso.

En el último mes se dio a conocer el PIB del segundo trimestre del 2022, dato que sorprendió positivamente a los analistas. En una medición interanual ya se esperaba que el nivel de actividad aumentara porque la base de comparación era baja. A su vez, el PIB de abril-junio aumentó 1.1% en comparación con el trimestre anterior y esto implicó un desempeño superior a la del primer trimestre (1.1% vs. 0.5%). Si bien las expectativas de crecimiento para 2022 se ajustaron al alza, indicando un aumento en la actividad económica de 5% para el cierre de año, se espera un crecimiento moderado para lo que resta del año, por lo que la mayor parte del trabajo ya estaría hecho en este primer semestre.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Mantenemos cautela ante tensiones internacionales.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad económica en México se incrementó en agosto 2.9%, según el Indicador Oportuno. Nuevamente las actividades secundarias, que crecieron 3.1%, han dado sustento a estas cifras que verán reflejadas en el IGAE. Con esto se confirma que el principal motor que ha llevado, incluso a mejorar las expectativas de crecimiento del PIB para México, es la manufactura; con lo que se ha mejorado también el pronóstico del crecimiento del tercer trimestre explicados por una producción más fuerte de lo anticipado. Le sigue el sector terciario o de servicios, aumentando 2.6% en ese periodo.

INFLACIÓN

La inflación en México volvió a incrementarse y alcanzó 8.76% durante la primera quincena de septiembre. Sin embargo, especialistas pronostican que podría descender marginalmente durante el último trimestre y ubicarse en niveles cercanos a 8.5% al cierre de 2022. En lecturas recientes, la mayor presión se ha observado en el factor no subyacente y más volátil, donde los precios de productos agropecuarios tuvieron un repunte importante. De cara a 2023, las expectativas también se volvieron a incrementar a un nivel que apunta hacia 4.8% según la encuesta más reciente de Banxico.

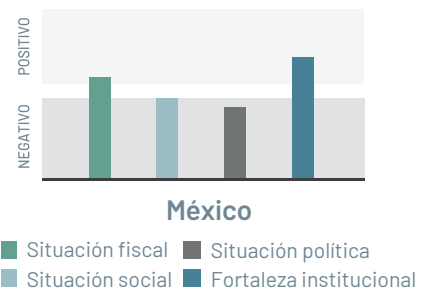
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación superando niveles de 8.5% en el año, y bancos centrales de gran peso manteniendo posturas contractivas en el mundo, Banxico ha decidido en su última reunión incrementar en 75 puntos base su Tasa de Política Monetaria. Este hecho que se dio de cara al cierre de septiembre se replicó en otros bancos que también buscan estabilizar el incremento generalizado de precios en sus respectivas economías. Con ello, la tasa de Fondeo en México alcanzó 9.25%, y con dos reuniones pendientes en el año, la tasa de referencia local podría cerrar por encima de 10.25% en 2022.

TIPO DE CAMBIO

La FED en septiembre incrementó nuevamente en 75 básicos su tasa de referencia que ubica su límite superior en 3.25%. Con esto, además de medidas adoptadas en otras economías que depreciaron sus monedas, el dólar mantiene su tendencia de apreciación frente a una canasta de monedas representativas. Sin embargo, frente a la moneda local y explicado por factores como la dinámica anticipada de alzas de tasa por parte de Banxico, así como por la entrada de dólares en forma de remesas, el dólar no ha reflejado tal fortalecimiento hasta ahora y la expectativa del peso mejora a 20.62.

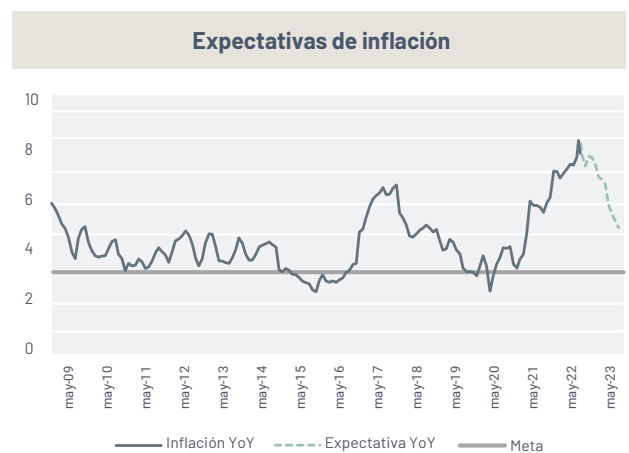
MONITOR POLÍTICO



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	1,3%	2,0%	3,2%
INFLACIÓN	6,7%	8,2%	8,8%
TPM	9,50%	10,00%	10,25%
FX	19,75	20,25	22,50





RENTA FIJA LOCAL

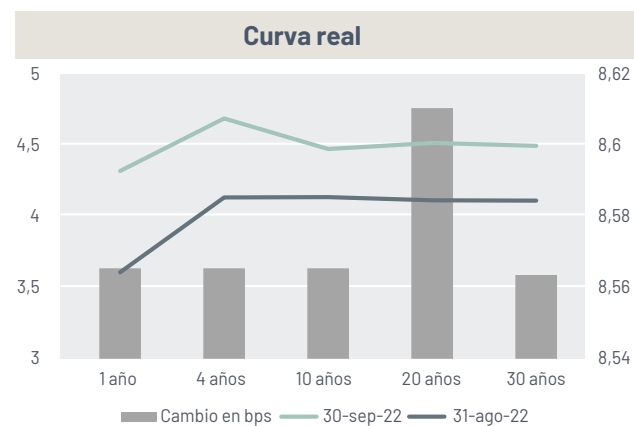
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La inflación resulta en posturas contractivas de bancos centrales en el mundo. Como respuesta, las tasas de corto plazo se han tenido que incrementar, lo que supone en el mediano plazo un freno al crecimiento económico. Aunado a ello, los conflictos geopolíticos mantienen fuerte presión en el valor de los activos y la renta fija sigue sin ser la excepción. Ante esto, las curvas nominales y reales en México reportaron subidas generalizadas. En el primer caso, los bonos promediaron incrementos de 64 puntos; mientras que, en el caso de los papeles ligados a la inflación, lo hicieron en 47.

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

DURACIÓN

La presión en las expectativas de inflación al alza, y del crecimiento a la baja, mantiene la curva anclada e invertida desde la zona media hacia la parte larga. Por otro lado, la incertidumbre respecto a la velocidad de ajuste en la política monetaria, tanto de la FED como de Banxico, genera mucha volatilidad en los niveles de la curva nominal. Adicionalmente, la liquidez ha sido baja y los flujos de inversión extranjera mantienen su tendencia negativa. Con ello se mantiene una leve subponderación en duración.



CURVA

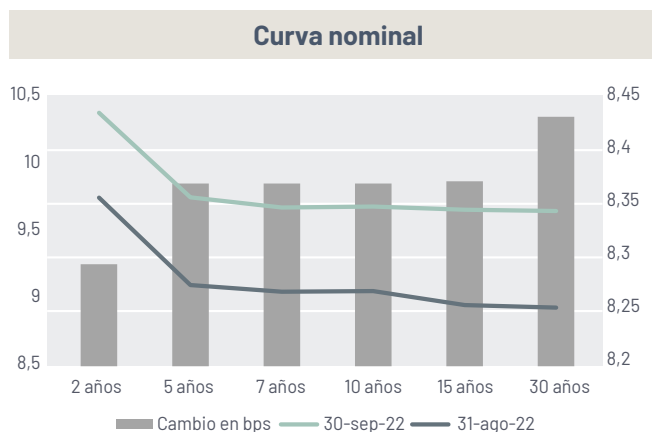
La política monetaria mantiene no sólo en México un sesgo restrictivo. Las expectativas del mercado se ajustan constantemente con cada nuevo dato de inflación y los ajustes de bancos centrales como la FED. En el mediano plazo, esperamos curvas planas o invertidas, y se espera que, el ajuste hacia empinamiento se dé cuando haya más claridad de la tasa terminal de política monetaria. Con ello, el posicionamiento y expectativa es que se mantenga el aplanamiento.

CORPORATIVOS

Los *spreads* de crédito en papeles corporativos y bancos se han comprimido demasiado por un efecto de liquidez, y dadas las condiciones actuales en el mercado, estas parecen no reflejar adecuadamente el riesgo de crédito de algunos sectores o emisores particulares. Mantenemos un posicionamiento de sobreponderación con el objetivo de capturar *carry*, pero hemos reducido exposición por vencimientos, u oportunidades de mercado. En medio de lo anterior, se espera un fuerte dinamismo de emisiones primarias durante octubre que pudieran superar los \$40,000 millones de pesos.

REAL VS. NOMINAL

La inflación promedio esperada por los analistas se ha ajustado al alza a 8.60% para 2022 y 5% para el cierre de 2023. En general, esperamos que la presión en precios por factores externos se mantenga durante algunos meses, hecho que mantendría el atractivo en los instrumentos de tasa real. Adicionalmente, en movimientos de ajuste al alza de la curva nominal, los Udibonos representan una opción defensiva. Con ello, se mantiene preferencia por activos ligados a inflación.





RENTA VARIABLE LOCAL

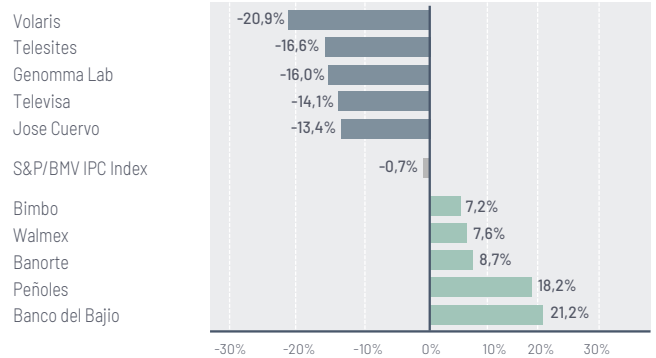
ANÁLISIS DE MERCADO

En septiembre el IPC cayó -0.65% desempeñándose significativamente mejor al S&P500 que cayó 9.3% en el mes. La resiliencia del índice mexicano, en nuestra opinión, tiene que ver con una valuación bastante descontada. Por sectores, los bancos lideraron por segundo mes consecutivo. El sector consumo fue también *outperformer* en el mes, destacando nombres como Walmex, Bimbo y Arca que tienen cierta inelasticidad en la demanda de sus productos. En contraste, los nombres que más cayeron fueron los de más alto beta como Volaris, seguido de otras acciones vinculadas al sector materiales como Cemex, Gmexico y Orbia en línea con la caída en el precio de los *commodities* así como por los temores de una recesión en el 2023.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Los estimados de crecimiento de utilidades para 2022 se han revisado a la baja y se sitúan en torno a 2%. Los nombres que más se han ajustado a la baja en estas revisiones son Televisa, Cemex y Grupo México, que tienen un peso importante en el IPyC. Dicho esto, la valuación sigue viéndose muy descontada (una desviación estándar por debajo de su historia) pero, como ya se ha mencionado en anteriores ediciones, el espacio de *re-rating* de este múltiplo es limitado tomando en cuenta los niveles donde están las tasas 10Y nominales (por encima de 9%) y reales (por encima de 4%) en México.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
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

Esperamos moderación del Gobierno ante victoria del rechazo.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de agosto fue de 0.0% a/a, lo que se traduce en nula variación con respecto a igual mes del año anterior. Los servicios sorprendieron al alza con un 1.9% y se profundiza la caída en comercio con -2,1% en el mes. Con lo anterior, la economía continúa mostrando desaceleración/contracción en el margen, donde según el último IPoM tendríamos un crecimiento para este año entre 1.75% y 2.25% mientras que para 2023 entre -0,5% y -1,5%.

INFLACIÓN

El Banco Central en su último IPoM de septiembre dejó las expectativas de inflación en 12% para 2022 y que la TPM llegaría a niveles cercanos al 11%.

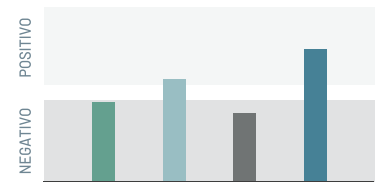
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria en el mes de septiembre, el BCCh subió la tasa en 100bp llegando a un 10.75%. Sobre la inflación, el Banco Central indicó que llegaría al 12% en 2022 y 3.3% para 2023 en su último IPoM. El crecimiento de 2022 estaría entre 1.75% y 2.25%, mientras que para 2023 estiman entre -0.5% y -1.5%.

TIPO DE CAMBIO

En septiembre el peso chileno presentó una devaluación de 8.1%, después de haber marcado una apreciación de 0.5% en agosto. Este comportamiento estuvo explicado por mayores miedos sobre una recesión global, lo cual afectó negativamente el comportamiento del cobre -principal exportación de Chile- y una Reserva Federal más agresiva que permitió que el dólar se logrará fortalecer 3.4% (DXY) en el mes. Adicionalmente, en el Congreso se está discutiendo la propuesta de la nueva Reforma Tributaria, mientras que avanzan las discusiones sobre el capítulo para escribir la nueva Constitución, lo que pudo sumar volatilidad a la moneda.

MONITOR POLÍTICO

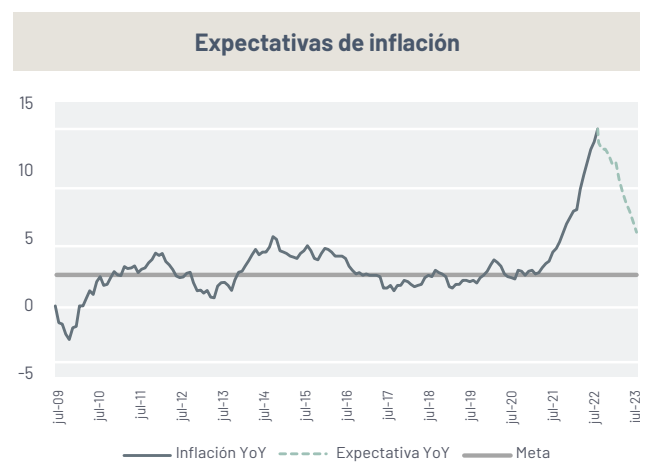


■ Situación fiscal ■ Situación política
■ Situación social ■ Fortaleza institucional

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%	2,2%	2,6%
INFLACIÓN	11,5%	12,0%	13,0%
TPM	10,75%	11,25%	11,50%
FX	880	950	1040





RENTA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes de septiembre vimos para las tasas locales un movimiento en general al alza, en un mes donde las tasas afuera subieron con fuerza. El Banco Central subió la tasa de referencia, generando subidas en las tasas en pesos, mientras que las caídas en las expectativas de inflación para 2023 generaron importantes subidas en UF, principalmente en la parte corta y media.

RENTA FIJA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	OW	OW
Curva	-	-
Corporativos	OW	N
Real vs. Nominal	OW	OW

DURACIÓN

En las tasas nominales tuvimos principalmente un comportamiento al alza, lo anterior luego de que el Banco Central subiese la tasa al 10.75% en su reunión de septiembre y que ajustara su corredor de política monetaria a mayores subidas en su IPoM del mismo mes. 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.

CURVA

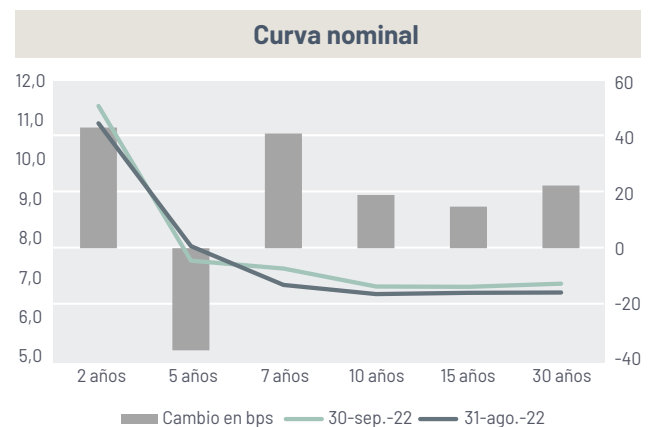
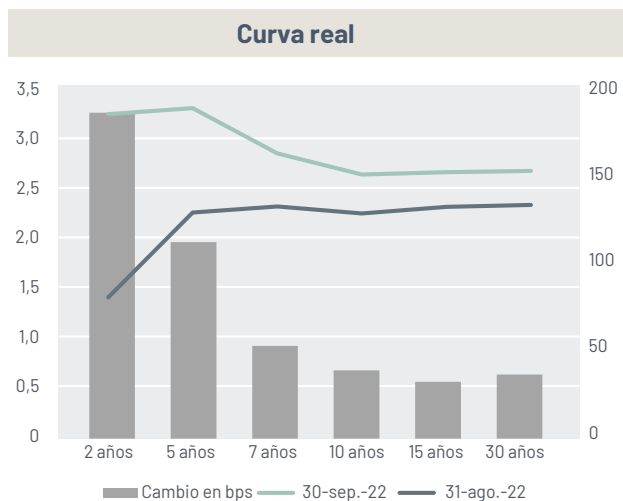
Mantenemos neutralidad en nuestra estrategia de pendiente de curva, en espera de catalizadores para tomar una preferencia entre aplanamiento y empinamiento.

CORPORATIVOS

Vimos las tasas de los papeles bancarios y corporativos al alza durante el mes, siguiendo a las tasas de Gobierno. Los flujos del mes estuvieron bastante planos. Con lo anterior, los niveles de *spreads* se encuentran cercanos a 65 puntos en bancos, parecidos al mes anterior, pero en mayor nivel.

REAL VS. NOMINAL

Tuvimos un IPC positivo en agosto de 1.2%, junto con un tipo de cambio que ha estado volátil. Las fuertes subidas de TPM han generado bajas en las expectativas de inflación, generando subidas de más de 100 puntos base en la parte corta y media en UF durante el mes.





RENDA VARIABLE LOCAL

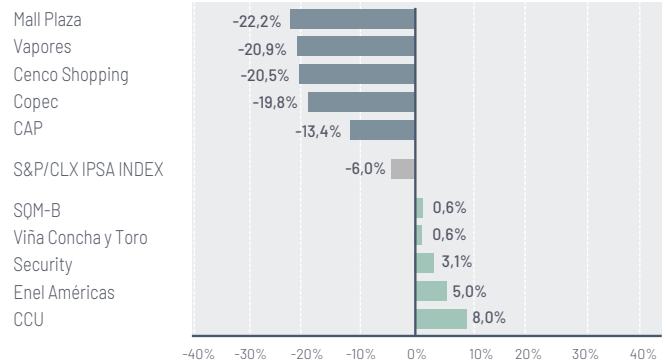
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante septiembre, el indicador local devolvió parte de las ganancias obtenidas en meses previos, retrocediendo 6% en moneda local (-12% en USD). Continuamos observando niveles atractivos para entrar al indicador local, siendo prioritaria una adecuada selectividad al elegir los sectores/papeles, privilegiando acciones con buenos fundamentos y atractivas valorizaciones.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

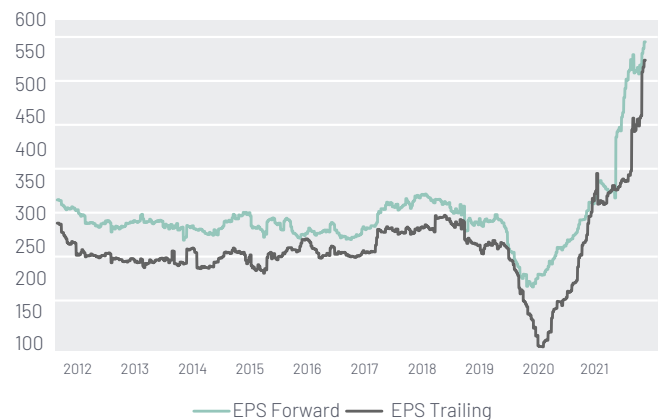
Mantenemos preferencia por los sectores financiero, real estate, materiales y telecomunicaciones. En particular, la preferencia por el sector bancario se mantiene debido a las oportunidades en ciertos papeles que consideramos que continúan mostrando gran descuento en sus valoraciones, en un contexto de resultados que siguen históricamente altos, con indicadores favorables de rentabilidad sobre el patrimonio, sanos niveles de adecuación de capital y un comportamiento de pago de los clientes, que si bien empieza a normalizarse, se mantiene en niveles controlados. Lo anterior se suma a la resiliencia del sector y los atractivos dividendos que ciertos bancos entregarían el próximo año.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Menor convicción ante posibilidad de una moción de vacancia.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en julio del 2022, la producción nacional creció 1.4%, impulsada por el crecimiento en los sectores de pesca (29%) y manufactura primaria (12.1%). Además, en el reporte de inflación del BCRP de septiembre, se revisó a la baja las proyecciones de crecimiento económico, pasando de 3.1% a 3% para 2022 y de 3.2% a 3% para 2023. La baja se fundamenta en una menor producción de los sectores primarios (minería y petróleo) para 2022 y a la caída en la actividad de los sectores no primarios (manufactura, construcción y servicios) para 2023.

INFLACIÓN

La inflación bajó de 8.74% en julio a 8.4% en agosto, mientras que las expectativas de inflación bajaron de 5.16% en julio a 5.1% en agosto. Esta disminución en la inflación y en sus expectativas fue acompañada de una caída en la inflación subyacente (sin alimentos y energía), la cual bajó de 5.44% en julio a 5.39% en agosto. Se espera que la inflación siga moderándose conforme bajen los precios internacionales de alimentos y energía, y retorne al rango meta en el segundo semestre del próximo año.

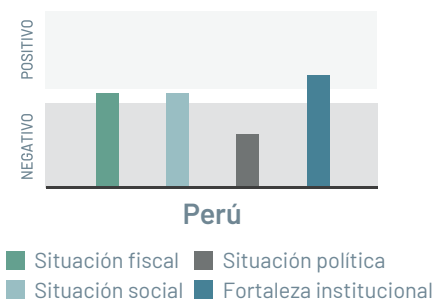
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En septiembre del 2022, el BCRP decidió aumentar la tasa de interés de referencia de 6.5% a 6.75%, manteniendo una política monetaria contractiva para hacer frente a la inflación y a sus expectativas, las cuales se ubicaron en 8.4% y 5.1% respectivamente, muy por encima del rango meta (1% - 3%). Se proyecta que se retorne al rango meta en el segundo semestre del 2023. Además, se espera que en la próxima reunión de política monetaria, el BCRP suba la tasa de referencia en 25bps. Esta reunión se llevará a cabo el 6 de octubre.

TIPO DE CAMBIO

Al cierre de septiembre, el sol se depreció en 3.27%, ello debido a factores externos por el tono más hawkish de la Reserva Federal para hacer frente al incremento en la inflación y a los temores de una posible recesión en EE. UU. Al cierre de mes, el tipo de cambio alcanzó un nivel de S/ 3.98 y se espera que a fines de año se encuentre en niveles de S/ 3.90 - S/ 4.00. Es importante destacar que el BCRP ha venido actuando activamente para atenuar la volatilidad del tipo de cambio.

MONITOR POLÍTICO



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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	2,0%	2,8%	6,7%
INFLACIÓN	7,5%	7,9%	8,1%
TPM	6,75%	7,00%	7,50%
FX	3,8	4	4,15





RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana tuvo un incremento en su tasa de 49 puntos básicos en promedio en toda la curva, reflejando una mayor depreciación en la parte media. Todo ello, como consecuencia de la subida de la tasa de referencia del Banco Central de Reserva, la salida de flujos de países emergentes por un incremento de la aversión al riesgo global, y los potenciales retiros de las AFP por la nueva ley de pensión mínima.

RENDA FIJA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	N	N
Curva	-	-
Corporativos	OW	OW

DURACIÓN

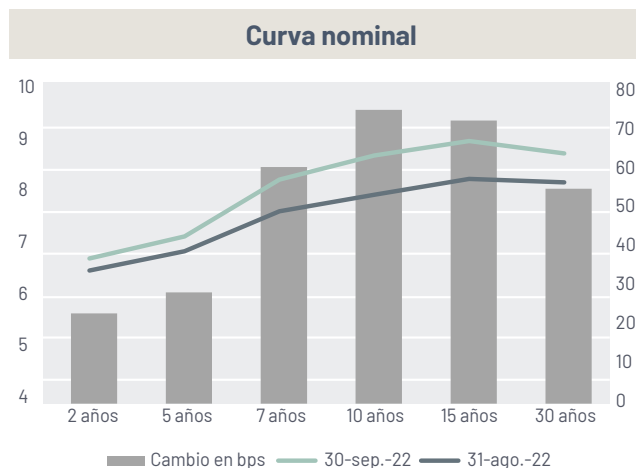
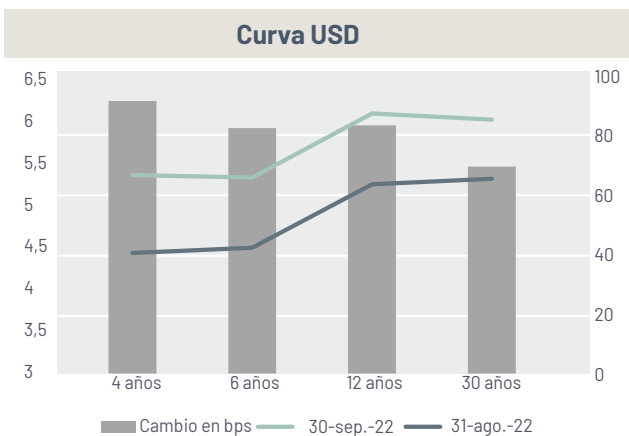
Nos encontramos neutrales en duración, debido a que en el último mes ha habido un incremento mayor en las tasas de la parte media de la curva. Creemos que en ese tramo de la curva puede haber una oportunidad de inversión debido a que la curva se encuentra bastante plana y a que nos encontramos cerca al pico de subida de tasas en soles, dado el nivel en el que se encuentra actualmente la política monetaria local. Además, los niveles en los que viene operando la parte media y larga de la curva mantienen *spreads* mínimos.

CURVA

Mantenemos el neutral en la curva, pues esta continúa bastante plana, dada la política monetaria contractiva, que ha llevado a la parte corta de la curva a posicionarse en niveles cercanos al 7.25% y a la parte más larga por debajo del 9%, lo cual nos indica que el nivel de *spread* entre ambos puntos de la curva, se encuentran por debajo de la media en la que suelen operar. Consideramos que la curva se mantendrá plana, mientras continuemos con una política monetaria contractiva.

CORPORATIVOS

En el mercado primario local, se ha observado un número mayor de emisiones, principalmente en el tramo corto de 1 año, esto debido a que en él se refleja el nivel en el que se encuentra la política monetaria actualmente. En dichas emisiones se ha podido observar una ligera contracción en el *spread* (10-15 puntos básicos). Por su parte, en el mercado secundario, se observó mayor actividad en septiembre, pero sin cambios relevantes en los *spreads* en los que opera.





RENTA VARIABLE LOCAL

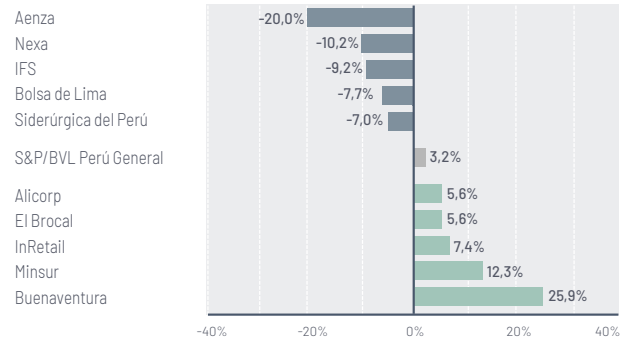
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de septiembre, la BVL tuvo un rendimiento negativo de -0.9% a pesar de la recuperación de liquidez observada en las últimas semanas. El sector de construcción tuvo la mayor caída (-2.4%) asociado a la contracción del ciclo económico y presiones inflacionarias. El financiero cayó -1.8% pese a las mayores tasas de interés y una recuperación del crédito minorista. Por otro lado, el sector de consumo creció en +6.1% manteniendo su buen rendimiento desde inicios de año. El sector minero mostró una recuperación (+4.4%) en el último mes; sin embargo, la caída del precio de los metales aún mantiene presionadas las valorizaciones. Finalmente, los sectores industrial (+0.2%) y *utilities* (+0.9) presentaron un retorno plano.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos nuestra posición con ligeros cambios. Incrementamos la exposición a sectores defensivos capaces de afrontar un escenario de desaceleración económica en ese sentido, hemos incrementado nuestra exposición a la actividad interna a través de construcción y proveedoras de maquinaria y servicios para sectores productivos. Asimismo, hemos aumentado nuestra posición en compañías de sector eléctrico y consumo, debido a su capacidad de mantener un crecimiento saludable de ingresos y mostrar resistencia a los mayores costos. Por otro lado, mantenemos nuestra posición en compañías mineras, subponderando a productoras de metales preciosos, priorizando mineras de metales base con proyectos en curso.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





COLOMBIA

Mantenemos neutralidad ante avances en las discusiones sobre la Reforma Tributaria.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) mostró una contracción mensual de 0.3%, ajustado por efecto estacional, mostrando las primeras señales de desaceleración. Dicho lo anterior, la economía se ubica 7.9% por encima de niveles pre-pandémicos, uno de los niveles más altos en la región. En adelante, seguiremos enfrentando retos por la incertidumbre política, principalmente por la nueva Reforma Tributaria, las presiones inflacionarias y el endurecimiento de las condiciones financieras.

INFLACIÓN

En agosto, la inflación presentó una variación mensual de 1.02%, por encima de las expectativas del mercado que esperaba un 0.59%. El rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas volvió a presentar una contribución mensual positiva, este mes de 0.35%, explicado por el incremento en los costos internacionales. En el segundo lugar se ubicó el rubro de alojamiento, agua, electricidad y gas que contribuyó 0.24% en el mes, explicado principalmente por los precios de la electricidad. Las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, impulsando al alza las expectativas para finales de 2022, que se ubican actualmente alrededor de 9.6%.

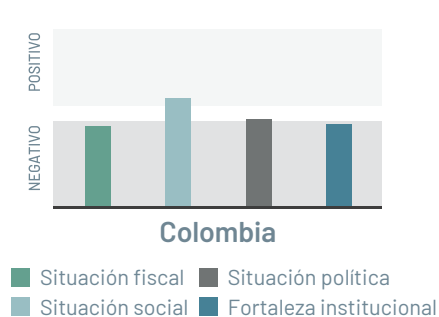
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la última reunión del mes de septiembre, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 100 puntos básicos a 10%, menor a lo que anticipaba el mercado (150 puntos básicos). Dicha decisión tuvo en cuenta las persistentes presiones inflacionarias y una desaceleración observada por el equipo técnico del Banrep, que redujo la expectativa de crecimiento económico, de un 1,1% a un 0,7%, para el próximo año. Esperamos que el ciclo contractivo continúe en las próximas reuniones, con una tasa de intervención cercana al 11% para final de año.

TIPO DE CAMBIO

El peso colombiano presentó una devaluación de 4%, continuando con la tendencia de los últimos meses. Dicho comportamiento estuvo explicado por una caída de los precios de las materias primas, que se vieron afectadas por una mayor aversión al riesgo dado una Reserva Federal más agresiva y preocupaciones sobre una desaceleración económica global. Lo anterior permitió que el dólar (DXY) se fortaleciera un 3.14% en el mes. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga a medida que avancen las discusiones en el Congreso sobre la nueva Reforma Tributaria, las decisiones del Banco Central y la tendencia 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%	6,8%	8,0%
INFLACIÓN	9,5%	9,6%	11,0%
TPM	10,00%	11,25%	12,00%
FX	4150	4465	4650





RENTA FIJA LOCAL

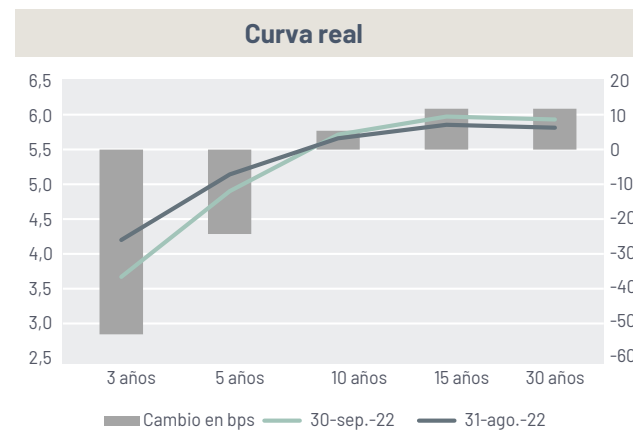
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En la última reunión de política monetaria se tomó la decisión de incrementar la TPM en 100 bps, ubicándola en 10%. Seis de los siete miembros estuvieron a favor de incrementar 100 bps y mientras que un miembro voto por 50 bps. Si bien la decisión se fundamenta en desacelerar el incremento de la inflación que para el mes de agosto se ubicó en 10.84%, por encima de lo esperado, el movimiento en TPM fue menor a lo esperado, ya que se tenía previsto un incremento de 150bp.

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

DURACIÓN

Continuamos con nuestra visión de neutralidad en duración, sin embargo, mantenemos un sesgo positivo a favor de ir realizando incrementos graduales en duración con el fin de aprovechar los aplanamientos que se han venido presentando. Igualmente, seguimos de cerca y con cautela el mercado, dada la alta volatilidad.



CURVA

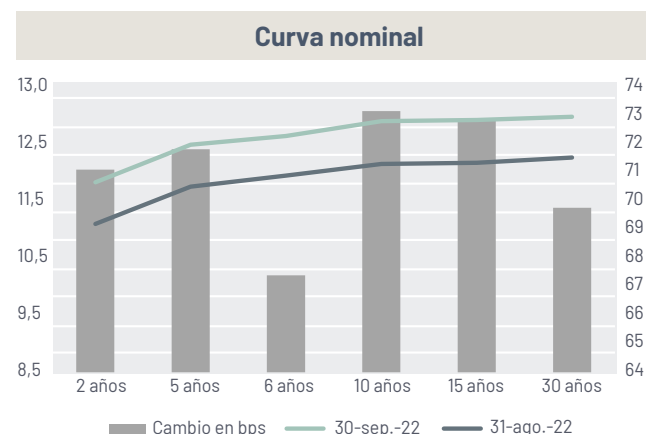
Continuamos a favor de un aplanamiento de la curva soberana nominal, a través de una marcada depreciación de la parte corta y estabilidad o apreciación en los nodos más largos de la curva, no descartamos que las recientes subidas de la TPM presionen aún más el tramo corto y se invierta la misma. Por su parte, para la curva real esperamos empinamientos como consecuencia del incremento por el apetito en títulos indexados a inflación que favorecen el tramo corto de la curva y estabilidad o desvalorizaciones del tramo largo.

CORPORATIVOS

Continuamos viendo un *spread* entre la curva soberana y la curva corporativa en niveles históricamente altos que se ubican en promedio sobre los 310bp, sin embargo, hay nodos de la curva donde el *spread* llega hasta los 360bp. Dicho *spread* continúa siendo consecuencia de una baja liquidez en el mercado secundario que limita el espacio de valorización, además, la realización de 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 el mes de septiembre, las curvas soberanas en nominal y real presentaron volatilidad acompañada de desvalorizaciones. La curva nominal se desvalorizó en promedio 70bp en todos sus vencimientos, adicionalmente, continua el movimiento de aplanamiento, la pendiente de la curva 10Y-2Y se ubicó en 118bp vs. 123bp un mes atrás. Por su parte, la curva real presentó apreciaciones para los plazos cortos como consecuencia del dato de inflación (10.84%) que continúa incrementando el apetito por títulos indexados al IPC, sin embargo, la parte larga de la misma se vio presionada al alza desvalorizándose en promedio 10bp.





RENTA VARIABLE LOCAL

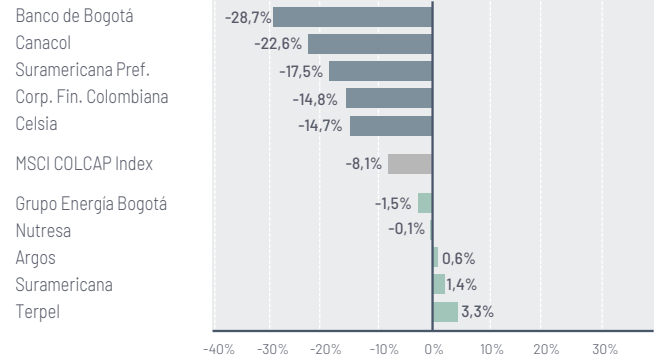
ANÁLISIS DE MERCADO

En septiembre el mercado local presentó una caída de 8.1% m/m en moneda local (-10,8% en USD), en línea con mercados emergentes (-11.9% m/m) en un ambiente de bajo apetito por riesgo a nivel mundial. A nivel interno, este comportamiento es principalmente explicado por las discusiones que ha tenido la propuesta de la nueva Reforma Tributaria y los cambios no esperados sobre la regulación del sector eléctrico, tras el aumento de los precios regulados en el último mes. Desde la Reforma Tributaria, uno de los cambios que más influencia tuvo en el comportamiento de los activos es el aumento en la sobretasa actual del sector financiero, adicionando 2 puntos porcentuales en el impuesto, por un periodo de 5 años. Desde el lado de la regulación del sector eléctrico, los cambios tocan varios frentes, desde diferimiento de pagos, hasta cambios en los factores de indexación por los cuales se remunerarán los activos. Y aunque el impacto es medio, la incertidumbre sobre la visión de largo plazo en la regulación afecta negativamente al sector.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Como consecuencia de estos anuncios, el sector de *utilities* (servicios públicos) presentó una caída de 10% m/m y el financiero de -7% m/m. Este mes se espera la presentación del texto de la Reforma Tributaria con modificaciones para su discusión en uno de los primeros debates.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Energía	OW	OW
Materiales	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Consumo básico	UW	UW
Financiero	OW	OW
Telecomunicaciones	N	N
Utilities	UW	UW





URUGUAY

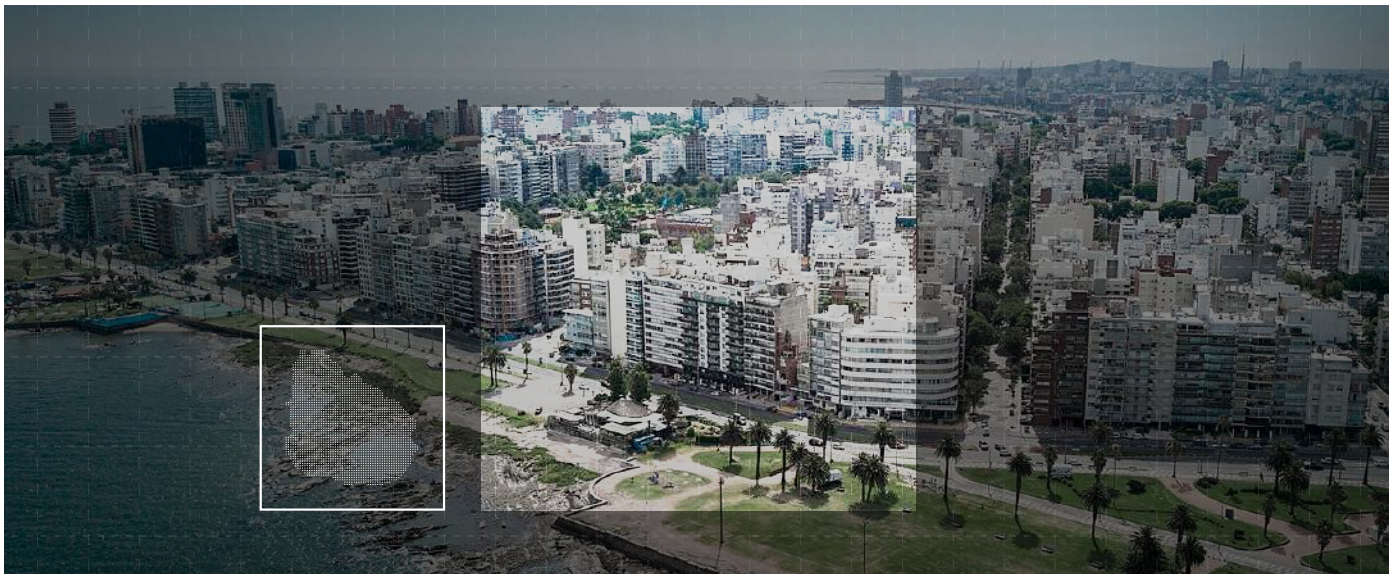
Las expectativas de inflación siguen alejándose y la política monetaria permanece rezagada en relación al contexto internacional.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad del 2T mostró un dinamismo mayor al esperado por el consenso de los analistas. Se destaca los elevados rendimientos de la cosecha de soja y actividades de servicios, que llevaron el crecimiento interanual del PIB a 7.7%. A su vez, el indicador adelantado de la actividad registró una nueva expansión en agosto, indicando que la actividad se habría seguido expandiendo durante el 3T. Las expectativas de crecimiento publicadas por el Banco Central se corrigieron al alza desde 4.7% a 5% en 2022, y se mantuvieron estables para 2023 y 2024, con 3% y 2.5% respectivamente.

INFLACIÓN

La inflación avanzó 0.83% en agosto, dejando el interanual en 9.53%. Estos registros se ubicaron por encima de expectativas del BCU (0.64%). El componente tendencial explicó la mayor parte de la inflación, destacándose alimentos elaborados, salud, educación y servicio doméstico. Las expectativas de inflación tanto para 2022 como para 2023 se ajustaron al alza, pasando de 8.7% a 8.9% para 2022 y de 7.40% a 7.45% para 2023. En este sentido, las expectativas de inflación continúan alejándose de los límites del rango meta que incluso a partir de septiembre se reduce a 3%-6%.



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 50bps, llevándola a 10,25% y anticipó nuevas subas 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

La evolución del tipo de cambio en el mes fue dispar. En la primera semana el dólar retrocedió 0.44%; en la segunda semana subió 0.69%; y en la tercera presentó una caída de 0.29%. En la última semana del mes se presentó la variación más significativa del dólar (+2.13%), finalizando así el mes en niveles de 41,8 UYU/USD, en línea con el fortalecimiento generalizado del dólar americano a nivel internacional.





RENDA FIJA LOCAL

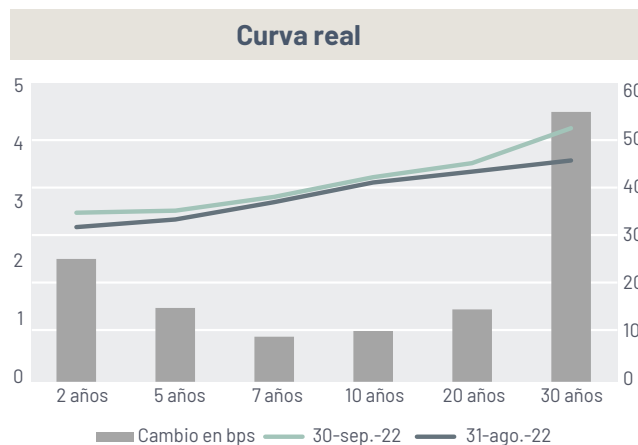
DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Las curvas locales siguieron moviéndose al alza debido a la expectativa de mayores tasas y mayor aversión al riesgo. Las tasas en dólares fueron las que más avanzaron, seguidas por amplio margen de las nominales y reales. Hacia adelante y en vista de una mayor incertidumbre a nivel global, y de que aún estamos lejos de llevar la inflación y sus expectativas al rango meta, el balance de riesgos sigue inclinándose hacia un escenario de tasas al alza, incluso mayor a lo que el mercado ya tiene incorporado.

RENDA FIJA	SEPTIEMBRE	OCTUBRE
Duración	N UW	UW
Curva	OW	OW
Reales vs. Nominales	UW	UW

DURACIÓN

Una política monetaria más contractiva introduce un riesgo adicional para los países emergentes, reflejado en un premio por riesgo país más elevado. Por otra parte, dado que aún no vemos totalmente incorporada en los mercados una tasa terminal más elevada, nuestro posicionamiento se mantiene de neutral a *underweight* en duración. En caso de que viéramos un deterioro más importante en la actividad y el empleo, a la vez que mercados financieros más volátiles, el posicionamiento podrá ir migrando hacia mayor riesgo de tasa, a fin de capturar posibles caídas en estas por relajamiento de parte de bancos centrales.

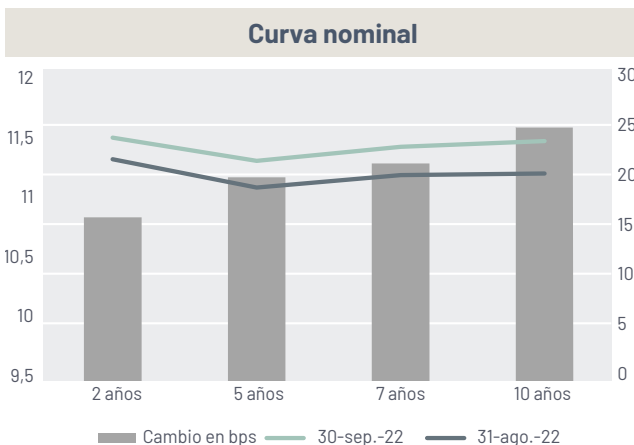


CURVA

La política monetaria local exhibe cierto rezago respecto de los últimos desarrollos a nivel internacional, deberá acelerar en magnitud la próxima subida de la Tasa de Política Monetaria y validar tasas mayores a plazos más largos para evitar presiones sobre el tipo de cambio. Los buenos datos de actividad y aún deslizamientos en las expectativas de inflación le dan el espacio para hacerlo. Si bien esto terminaría transmitiendo un mayor costo de financiamiento para el déficit del Gobierno central, evitaría un empinamiento de la curva y un posible mayor costo. Nuestro posicionamiento es de sobreponderación en curva.

NOMINALES VS. REALES

Los instrumentos de tasa nominal de corto plazo terminaron siendo el activo ganador al experimentar una menor desvalorización por aumento de tasas pese a la sorpresa inflacionaria de agosto. Para el 4T mantenemos nuestra preferencia por activos de tasa nominal, dado el amplio diferencial que existe entre la inflación implícita y la expectativa de los analistas, que requeriría de sorpresas inflacionarias aún mayores para dar soporte a los activos de tasa real, escenario al que le asignamos una baja probabilidad por la fuerte estacionalidad que suele presentar la inflación en este periodo.



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.

