

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

Noviembre 2022

One House View

**Bolsas se recuperan,
pero los riesgos
persisten.**

Contenido

1 | Resumen de la estrategia 

2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 

Uruguay 



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

www.sura-im.com/perspectivas

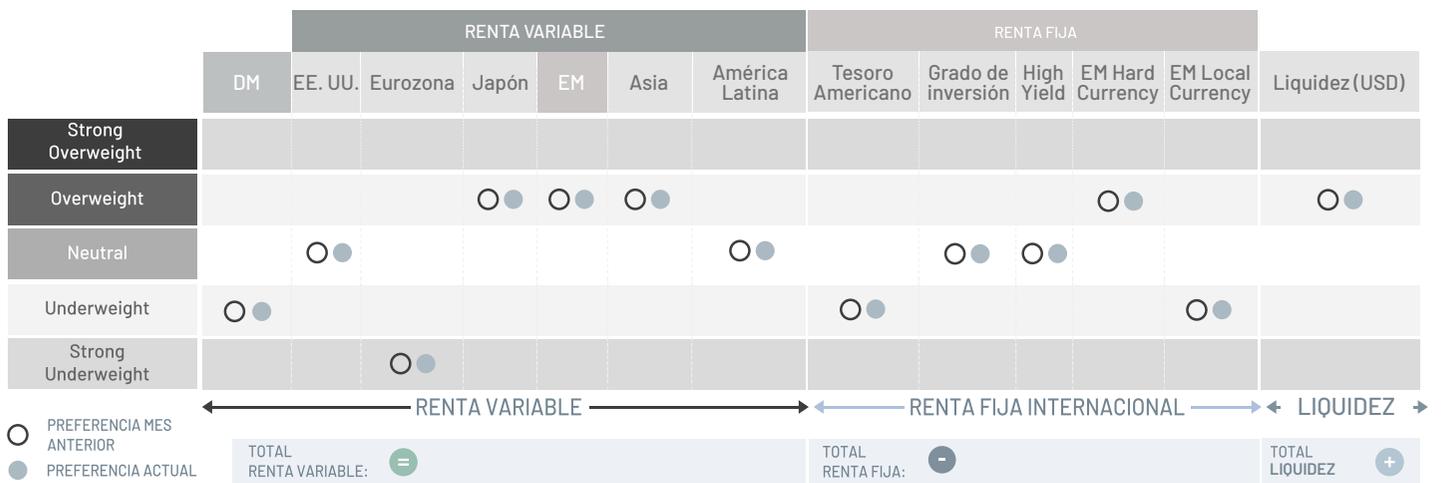
1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Visión global y posicionamiento.

Octubre se caracterizó por la recuperación de bolsas de relieve, en particular las europeas y latinoamericanas. En la renta fija, la deuda de mayor duración experimentó pérdidas cercanas al

1,5%, derivadas de incrementos en las expectativas de la tasa terminal de la FED, mientras que la deuda corporativa *High Yield* tuvo apreciaciones durante el mes, influenciada por una menor duración y sensibilidad al incremento en tasas, así como también por un mejor comportamiento del petróleo que reaccionó positivamente a la noticia de la OPEP de recortar su producción en 2 mbd desde noviembre. La renta variable se caracterizó por rendimientos positivos generalizados para el caso de las economías desarrolladas, mientras que, para las economías emergentes, este comportamiento solo lo acompañó

Latinoamérica. Dentro de nuestra estrategia, en momentos de alta volatilidad e incertidumbre, abogamos por una mayor selectividad, y en ese sentido, conservamos la neutralidad de las apuestas en los activos de riesgo. Dentro de estos, mantenemos preferencia por economías con espacio para seguir estimulando, como son Asia 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

Un rally en medio de un mercado que seguirá presionado por la FED.

En octubre, la lectura de inflación en EE. UU. nuevamente superó las expectativas del mercado, acelerándose 0,4% m/m vs. un 0,2% esperado por los analistas. En la última reunión de la FED, celebrada los primeros días de noviembre, la autoridad monetaria incrementó el rango efectivo en 75pbs nuevamente. No es una sorpresa que los activos con mayor duración dentro de nuestro espectro de inversión (la deuda gubernamental de 7+ años y la deuda corporativa grado de inversión) se hayan quedado atrás del rebote experimentado durante el mes. La deuda emergente se mantuvo casi estable, reconociendo un ciclo de política monetaria mucho más maduro que el de su contraparte norteamericana.

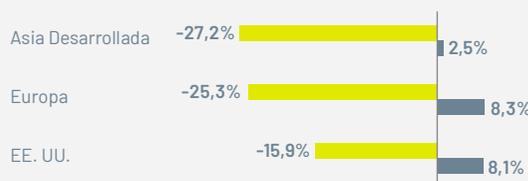
Destacamos el buen comportamiento de la deuda *High Yield* cuyo rendimiento superó con creces al de sus pares, alcanzando un 3,4% en el mes. Lo anterior, atribuible a: i) una menor duración relativa a los otros activos de crédito como la deuda Grado de Inversión y ii) una mayor participación del sector energético que tuvo un buen comportamiento tras los anuncios por parte de la OPEP.

Reconocemos que aún hay espacio para continuar con un leve corto duración, mientras el mercado incorpora una FED que posiblemente deba permanecer en el espectro restrictivo en el 2023. Sin embargo, creemos que el *upside* de dicha posición es cada vez menor y estamos buscando el momento adecuado para tomar ganancias. En medio de esto, mantenemos una subponderación en duración, a través de la parte mediana/larga de curva soberana de EE. UU.

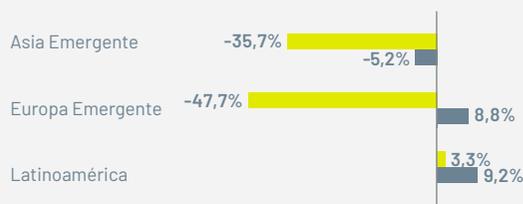
En cuanto a la renta variable, el mes sorprendió con incrementos generalizados del 5%, en donde los mercados desarrollados, y en especial Europa (9% arriba) fueron los principales protagonistas. El S&P500 también tuvo un desempeño sobresaliente (8%), beneficiándose de un mayor descuento en sus ratios de valorización y de inversionistas a la expectativa de la reunión recién realizada de la FED, donde no descartaban la posibilidad de un cambio en el discurso hacia un tono menos *hawkish*, cosa que no ocurrió. Mientras que en Asia, el Congreso del Partido Comunista ratificó la autoridad y mandato de Xi Jinping y, por lo tanto, el rumbo de la política actual. El Gobierno optó por continuar con el foco en la política de cero COVID y, en consecuencia, la región tuvo uno de los peores rendimientos durante el mes a nivel global; ignorando, por ejemplo, las sorpresas positivas en los niveles de crecimiento que se conocieron durante esos días.

Mantenemos nuestras preferencias por Asia Emergente y Japón. En ambas regiones las presiones inflacionarias no son tan apremiantes como en el resto del mundo y los respectivos bancos centrales tendrían mayores oportunidades de realizar políticas expansivas, de requerirse. En Asia, específicamente, creemos que la reacción del mercado de los últimos días no ha estado justificada y esto puede representar un pivote para la región. Mantenemos nuestra visión negativa en Europa dada la alta dependencia energética con Rusia, lo cual generará presiones inflacionarias elevadas en la región por un tiempo más prolongado, con consecuencias negativas para la dinámica local.

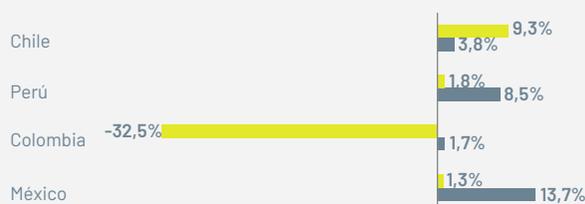
MERCADOS DESARROLLADOS



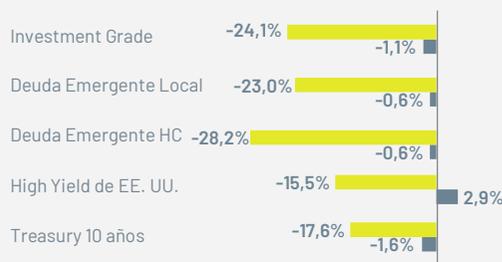
MERCADOS EMERGENTES



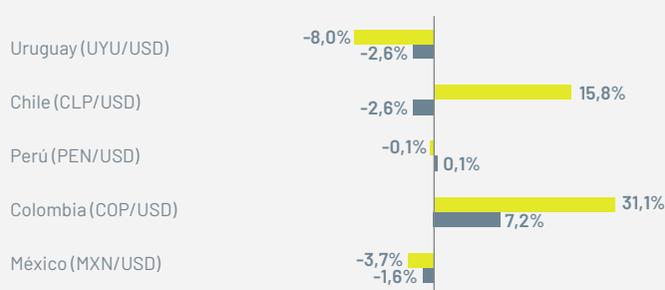
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

A pesar de la alta volatilidad por elecciones, Brasil se mantiene atractivo.

En el mes de octubre los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento positivo de 9,19% (ILF), explicado por precios al alza del petróleo, sorpresas económicas positivas en la mayoría de los países de la región y elecciones presidenciales en Brasil. A pesar de que la contienda electoral generó volatilidad en el mes, los mercados reaccionaron positivamente a la victoria de Lula Da Silva como nuevo presidente electo obteniendo un 50,9%, derrotando al presidente Bolsonaro. Estaremos monitoreando cuál será el equipo que acompañará a Lula en su presidencia.

En México, especialistas privados encuestados por Banxico consideran que la economía mexicana crecerá 2,1%, una mejora marginal al pronóstico anterior. Sin embargo, y en línea con las expectativas del ritmo económico mundial, contrasta que para 2023 se estima sólo un 1% en PIB. Esto, además de la desaceleración que atraviesa EE. UU., tiene que ver con los actuales niveles de inflación que cerrarían 2022 en 8,5%, hecho que llevaría la tasa de política monetaria a 10,50%, y que en el mediano plazo se convierte en un freno a la dinámica económica. Finalmente, este ritmo de incremento de tasa de fondeo también sigue dando cierto soporte al tipo de cambio, que se pronostica cierre este año en niveles de 20,40 MSNUSD, reflejando cierta apreciación contra el pronóstico previo.

En Chile, los diálogos dirigidos a concretar un acuerdo sobre el nuevo proceso constitucional han avanzado lentamente. A pesar de que todos los partidos están de acuerdo en crear un órgano que lleve a cabo la supervisión del proceso, la disputa nace en cómo se debería componer ese nuevo órgano. Partidos inclinados a la izquierda apoyan la elección popular; los partidos inclinados a la derecha buscan garantizar la mirada de expertos en ese órgano. Por más que se ha logrado llegar a varios acuerdos, el riesgo de estancamiento incrementa a medida que no veamos avances significativos en los diálogos.

En Perú, el BCRP redujo sus proyecciones de crecimiento económico a 2,8% para este año, debido a la inestabilidad política y los conflictos sociales en la minería. Asimismo, elevó la tasa de referencia a 7% en su reunión de octubre para continuar luchando contra la inflación, la cual se elevó a 8,53% en septiembre, muy por encima del rango meta. Pese a este aumento, se espera que con el dato de inflación de octubre se retome la tendencia a la baja que venía teniendo en los últimos dos meses. La expectativa de inflación a 12 meses se ubica en 4,89% y se espera que retorne al rango meta en el segundo semestre del próximo año.

En Colombia, la última semana de octubre, se realizó la asamblea de la Junta Directiva de Ecopetrol, la empresa



estatal petrolera, donde se designó al nuevo presidente Carlos Gustavo Cano. Sin embargo, el día siguiente se anunció la destitución de Cano dado el rechazo expresado por el presidente Gustavo Petro; consiguiente a esto, se anunció el nombramiento de Saúl Kattan como nuevo presidente de la Junta. Lo anterior, mandó una señal negativa al mercado, evidenciando una vulnerabilidad en el Gobierno corporativo de la compañía por una posible intervención del Gobierno, teniendo en cuenta la importancia que le da Petro al sector minero-extractivo.

En Uruguay, el proyecto de reforma de seguridad social fue firmado por el Consejo de Ministros y enviado al Parlamento para ser discutido en una comisión especial del Senado. La intención del Gobierno es que el proyecto quede aprobado para fin de año.

Por otra parte, Uruguay emitió su primer bono verde en el mercado global, ligado a Indicadores de Cambio Climático (BIICC), denominado en dólares y con vencimiento en 2034. Con un rendimiento de 5,935% y un *spread* de 170pbs el país logró captar recursos por USD 1.500 millones, de los cuales USD 500 millones tuvieron como contrapartida la recompra de deuda de más corto plazo. La demanda total por este instrumento se ubicó en el entorno a los USD 4.000 millones.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Gobierno sigue presionando por reformas que afectan confianza de inversionistas.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Si bien en recientes pronósticos se observa una marginal mejoría en la actividad económica en México, en términos generales se espera que esta se expanda un 2,1% en 2022. Por otro lado, datos preliminares muestran que, durante el tercer trimestre del año, la economía creció en términos reales 1% donde las actividades primarias aportaron mayormente a esta cifra, seguido de las terciarias, 1,8% y 1,2% respectivamente. En términos anuales el crecimiento fue de 4,3%. Lo anterior de la mano de una marginal mejora en la confianza del consumidor, aunque ventas minoristas y la confianza empresarial reportan descenso.

INFLACIÓN

La inflación en México, tanto en su lectura mensual (8,7%) como el dato quincenal más reciente (8,53%) sigue creciendo, pero aparentemente a un menor ritmo. Lo anterior, debido a que se registra un descenso en las últimas tres quincenas. Por otro lado, dentro del dato general, el factor no subyacente y más volátil, creció por encima del subyacente, donde el precio de energéticos presionó mayormente. Dentro de este último, el precio de mercancías registró mayor incremento. A este ritmo, especialistas privados pronostican que el dato general de inflación cerrará 2022 en 8,5%.

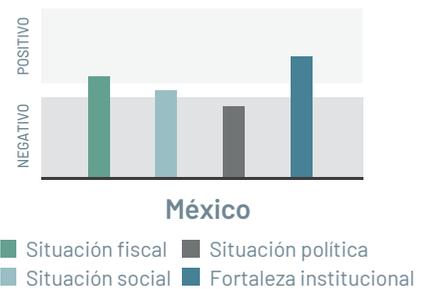
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con niveles esperados de inflación en 8,5% para el cierre de 2022, así como una postura restrictiva desde la Reserva Federal que ha incrementado su TPM este año a 4%, se pronostica que Banxico seguirá ajustando al alza su tasa de política monetaria en el año, cuando quedan dos reuniones. Especialistas privados esperan que la tasa de fondeo cierre este año en 10,50%, lo que podría significar un aumento de 75pbs y otro de 50pbs en las últimas juntas respectivamente. Por otro lado, la tasa podría disminuir moderadamente en 2023, acompañando a una desaceleración en inflación.

TIPO DE CAMBIO

En noviembre la FED incrementó en 75pbs su tasa de referencia. Si bien esto puede dar soporte al dólar, en semanas recientes este ha venido perdiendo terreno frente a sus pares de economías desarrolladas. Por otro lado, y luego de haber comenzado antes su política restrictiva, se espera que Banxico incremente su tasa en las últimas dos reuniones del año, hecho que pudiera seguir dando estabilidad al peso mexicano. Finalmente, un escenario de desaceleración en EE. UU., así como la fuerte entrada de dólares a México en forma de remesas mantienen esta tendencia.

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	1,2%	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





RENTA FIJA LOCAL

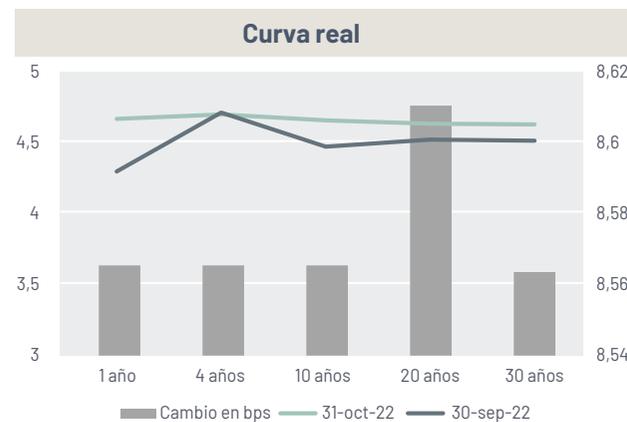
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes de octubre, en general los participantes en los mercados optaron por instrumentos de mayor riesgo, hecho que en parte explica la subida en la curva americana. Esto por su lado, provocó resultados mixtos, pero con sesgo alcista en las curvas nominal y real en México. En el caso de los papeles nominales, la curva subió en promedio 16pbs, mayormente visible en los nodos largos. Por el contrario, la curva de instrumentos reales reportó incrementos fuertes en su nodo más corto con 34pbs, mientras que el resto de la curva sólo subió 11pbs en promedio.

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

DURACIÓN

Las expectativas sostenidas de inflación por un periodo prolongado, y crecimiento bajo hacia 2023, podrían mantener las tasas altas. Por otro lado, la incertidumbre respecto a la velocidad de ajuste de la política monetaria y los eventos de *risk-off* externos seguirán generando volatilidad en los niveles de la curva. Los flujos de compra, tanto locales como extranjeros, aparecen recurrentes con cada nuevo máximo de la curva, lo anterior denota cada vez más atractivo en esta clase de activos. Con base en lo anterior, modificamos el posicionamiento en duración a neutral desde una ligera subponderación.



CURVA

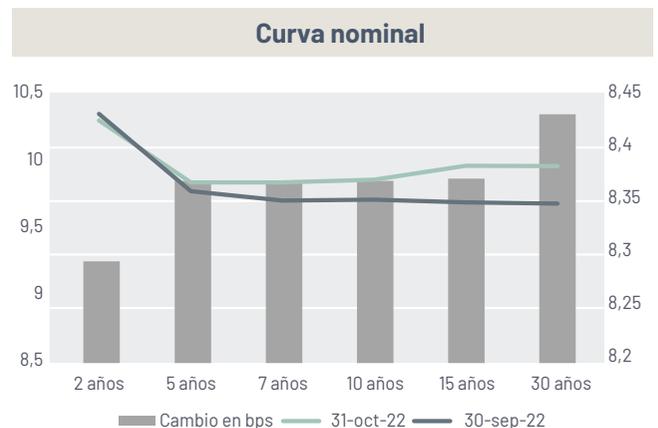
La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo, y las expectativas del mercado se ajustan constantemente con cada nuevo dato de inflación. En el corto plazo, esperamos curvas planas o invertidas entre nodos cortos y medios, pronosticando que el ajuste hacia un nuevo empinamiento se dé cuando haya claridad de la tasa terminal de política monetaria. Con lo anterior, esperamos que se mantenga un aplanamiento en el posicionamiento de la curva.

CORPORATIVOS

Los *spreads* de crédito de corporativos y bancos se han comprimido excesivamente por un efecto de liquidez. Mantenemos interés para capturar *carry*, pero las nuevas colocaciones aportan poco en este sentido. Durante el mes de octubre las emisiones de largo plazo superaron \$26.000 millones, aunque esta cifra estuvo por debajo del monto del año anterior. Mantenemos un enfoque muy selectivo en el mercado de crédito local, lo que nos lleva a un posicionamiento de ligera sobreponderación en este tipo de instrumentos.

REAL VS. NOMINAL

La inflación esperada por los analistas se ha ajustado al alza: 8,50% (8,37%p) para 2022 y 5% (4,70%p) para cierre 2023. En general, esperamos que la presión en precios por factores externos se mantenga de cara al cierre de año, y esto le aportaría más *carry* a los instrumentos reales. Adicionalmente, en movimientos de ajuste al alza de la curva nominal, los udibonos representan una opción defensiva, particularmente los nodos de menor duración. Se mantiene sobreponderación de tasas reales sobre nominales.





RENTA VARIABLE LOCAL

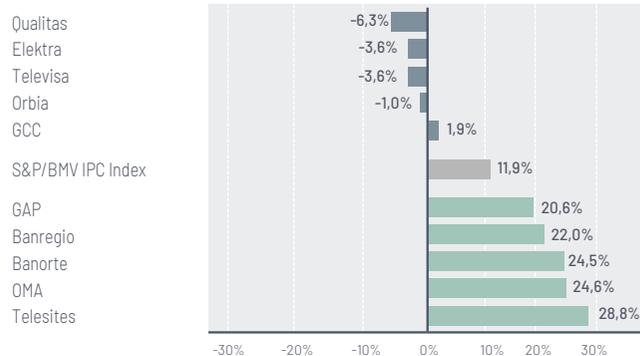
ANÁLISIS DE MERCADO

En octubre el IPC subió 11,8%. En materia de sectores, los destacados fueron los aeropuertos y aerolíneas, todos con subidas de doble dígito en octubre, ante resultados corporativos que muestran un sólido crecimiento. Además de bancos, donde Banorte lideró el avance luego que se retirara del proceso de compra de activos de Banamex, lo cual fue tomado positivamente por el mercado, toda vez que tiene un exceso de capital importante que va a empezar a devolver a los accionistas en forma de dividendos y recompras. Regional y Gentera fueron otros de los nombres favorecidos por este entorno de tasas de interés más altas. Por el lado de los sectores rezagados, Telecomunicaciones con Mega, Televisa y Sitios Latam.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El IPC está transando a 12,5x P/E 2023, luego de tocar un mínimo cercano a 11x. El último rally se ha validado en cierta forma con resultados corporativos muy buenos en este 3T: 61% de las empresas (excluyendo bancos) superó el consenso de Ebitda, mientras que 76% de las empresas superó el consenso a nivel de utilidades. El contexto continúa siendo positivo para la economía mexicana, donde se ven sólidos fundamentos en el consumo y en el sector manufacturero. Sin embargo, dado el reciente rally y una política monetaria que aún podría dar señales de una tasa terminal más alta, no tenemos la convicción para recomendar la compra de renta variable mexicana a estos niveles. Pese a ello, vemos oportunidades en *health care* y financieras.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	N	UW
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	UW
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
Utilities	OW	OW





CHILE

Pocos avances en las discusiones sobre el nuevo proceso constitucional.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La economía continúa mostrando desaceleración/contracción en el margen respecto a datos de crecimiento anteriores, 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 3,3% para 2023; se espera converja a la meta del 3% para 2024.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria en el mes de octubre, el BCCh subió la tasa en 50pbs llegando a un 11,25%, declarando que con ésta tasa llega al fin del ciclo de subidas de TPM.

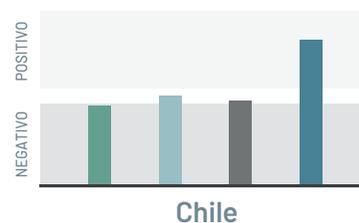
Sobre la inflación, preocupación central del instituto emisor, indicó en su último IPoM de septiembre que llegaría al 12% en 2022 y 3,3% para 2023.

El crecimiento de 2022 estaría entre 1,75% y 2,25%, mientras que para 2023 entre -0,5% y -1,5%.

TIPO DE CAMBIO

En octubre el peso chileno presentó una apreciación de 2,61%, después de haber marcado una devaluación de 8,11% en agosto. Este comportamiento estuvo explicado por el desempeño del cobre en el mes, un retroceso del valor del dólar a nivel global (DXY) de -0,53% y datos macroeconómicos, en general, sorprendiendo positivamente al mercado. El peso podrá sufrir volatilidad adicional a medida que avancen las discusiones sobre el nuevo capítulo para escribir la nueva Constitución, las discusiones sobre la Reforma Tributaria y la propuesta de la Reforma Pensional.

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 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%	2,1%	2,6%
INFLACIÓN	11,9%	12,3%	13,8%
TPM	10,75%	11,00%	11,75%
FX	880	950	1000





RENTA FIJA LOCAL

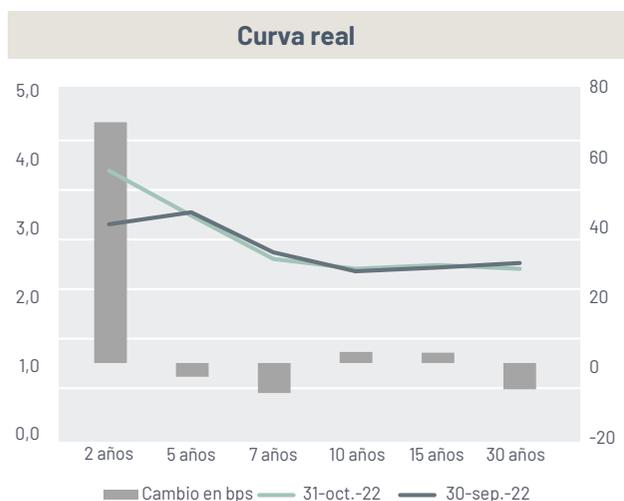
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes de octubre vimos movimientos en las tasas en UF principalmente en la parte corta, la cual subió debido a la baja en las expectativas de inflación, y también influenciado por salidas de flujos de la renta fija en UF, mientras la curva en pesos estuvo estable en la parte corta y baja en la parte media larga.

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

DURACIÓN

En las tasas nominales tuvimos principalmente un comportamiento al alza, lo anterior, luego de que el Banco Central subiera la tasa al 10,75% en su reunión de septiembre y ajustara su corredor de política monetaria a mayores subidas en su IPoM del mismo mes. Así, 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 una baja en los pesos medios y largos y permanencia de las tasas en UF para la misma parte de la curva.



CURVA

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

CORPORATIVOS

Con el alza en las expectativas de inflación tuvimos una subida en la parte corta de los títulos de Gobierno en UF, mientras los papeles bancarios terminaron más demandados a plazos más cortos bajando el *spread* a 50pbs, mientras que los medio largo están más estables, cercanos a 60pbs. Los papeles corporativos han tenido muy baja liquidez en el mes, producto de la salida de flujos de la renta fija y por ende poco movimiento en estos títulos.

REAL VS. NOMINAL

Tuvimos un IPC positivo en septiembre de 0,9%, junto con un tipo de cambio que ha estado volátil. La TPM llegó a su nivel máximo de 11,25% generando bajas en las expectativas de inflación, subidas en la parte corta de las tasas en UF y caídas en pesos para las tasas medias y largas, producto del fin del ciclo de subida de TPM.





RENTA VARIABLE LOCAL

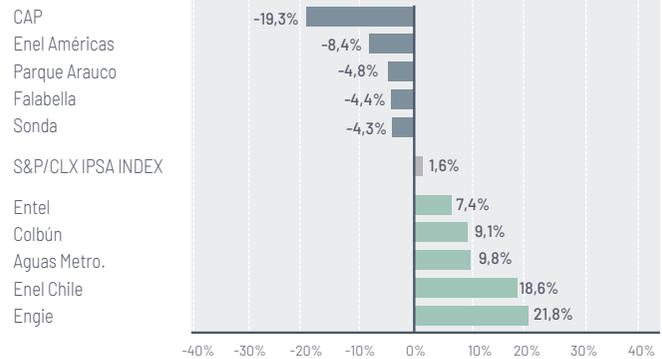
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de octubre, la bolsa chilena (IPSA) rentó +1,56% en moneda local (+3,77% en USD), mostrando una dinámica positiva tras las correcciones presentadas en septiembre, tanto a nivel local como global. Sin embargo, el índice muestra números planos en medio de un contexto de incertidumbre sobre: I) el proceso constitucional, II) la presentación de reformas relevantes como la previsional, que se encuentra actualmente en discusión, III) la tributaria; IV) un ambiente económico inflacionario y desacelerado a nivel global. Finalmente, las descontadas valoraciones siguen sustentando el atractivo del mercado local, donde prima la selectividad en papeles con buenos fundamentos, pensando en un entorno más desafiante hacia 2023.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos la preferencia por los sectores de materiales, telecomunicaciones y dentro del consumo básico, supermercados por sobre embotelladoras y bebidas. En materiales vemos acciones con buenos fundamentos y al ser exportadores, se ven beneficiados por la fortaleza mostrada del dólar, mientras en telecomunicaciones y supermercados vemos una mayor resiliencia de cara a un ambiente más desafiante hacia 2023, sumado a atractivas valoraciones y buenos dividendos. Por otro lado, pasamos a una visión más neutral para el sector financiero, debido a las valoraciones más ajustadas y rentabilidades que ya comienzan a normalizarse en un entorno de aumento de la morosidad, desaceleración del crédito y la espera de una normalización en la inflación. Esta estrategia se enmarca en un mercado local que, si bien se mantiene con incertidumbre, presenta atractivas valorizaciones respecto a su historia.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Presidente investigado por Fiscalía podría generar mayor inestabilidad política del país.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en agosto del 2022, la producción nacional creció 1,7%, impulsada por el crecimiento en los sectores de construcción (5,6%), electricidad, agua y gas (3,4%) y servicios (3%). Por su parte, las principales caídas fueron en el sector pesca (-14,7%), hidrocarburos (-10,4%) y minería (-4,2%). Los analistas económicos consultados por el BCRP en su encuesta de expectativas macroeconómicas de septiembre, esperan que la economía peruana crezca 2,8% en el 2022, sin embargo, Fitch Ratings prevé 2,3%, debido a la inestabilidad política, los conflictos sociales en la minería y la política monetaria contractiva del Banco Central.

INFLACIÓN

La inflación interanual subió de 8,40% en agosto a 8,53% en septiembre. Asimismo, la inflación sin alimentos y energía aumentó de 5,39% en agosto a 5,51% en septiembre. Por el contrario, las expectativas de inflación a 12 meses bajaron de 5,10% en agosto a 4,89% en septiembre. Pese al último aumento de la inflación, el BCRP y analistas esperan que con el dato de inflación de octubre, se retome la tendencia a la baja, presentada en los dos últimos meses. Se mantiene la expectativa de retornar al rango meta (1 - 3%) en el segundo semestre del 2023.

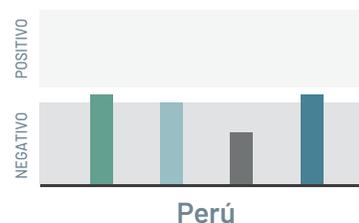
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En octubre del 2022, el BCRP aumentó su tasa de interés de referencia de 6,75% a 7%, manteniendo una política monetaria contractiva para hacer frente a la inflación y a sus expectativas, las cuales se ubicaron en 8,53% y 4,89% respectivamente, muy por encima del rango meta (1% - 3%). Se proyecta que se retorne al rango meta en el segundo semestre del 2023, esto debido a la moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía. Finalmente, se espera que en la próxima reunión de noviembre, el BCRP suba su tasa en 25pbs.

TIPO DE CAMBIO

Al cierre de octubre, el sol se depreció en 0,08% debido al fortalecimiento del dólar ante expectativas del mercado de un incremento en 75pbs en la tasa de interés por parte de la FED. Al cierre de mes, el tipo de cambio alcanzó un nivel de S/ 3,98 y se espera que a fin de año se encuentre en niveles de S/ 3,90 - S/ 4,00. En lo que va del año, el BCRP ha efectuado ventas *spot* en mesa de negociaciones por USD 1.226 millones para hacer frente a la volatilidad del tipo de cambio.

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	2,0%	2,7%	6,7%
INFLACIÓN	7,6%	7,9%	8,1%
TPM	6,75%	7,00%	7,50%
FX	3,78	3,94	4,05





RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se depreció 8pbs en promedio, esto se dio principalmente por una mayor depreciación en la parte corta (39pbs en promedio) debido a una corrección de los bonos de corta duración para alinearse a la Tasa de Política Monetaria del BCRP. Por el lado de la parte larga y media, la curva estaba apreciándose ligeramente debido a una menor aversión al riesgo globalmente, además, el BCRP anunció que podrá comprar soberanos en el mercado secundario, lo cual generó una apreciación más fuerte en estos tramos (23pbs en promedio).

RENDA FIJA	OCTUBRE	NOVIEMBRE
Duración	N	N
Curva	-	FLAT
Corporativos	OW	OW

DURACIÓN

Mantenemos nuestra estrategia neutral, tomando en cuenta que, si bien en el ámbito local ya nos encontramos cerca al pico de subida de tasas, en el ámbito internacional aún se esperan más subidas de las que el mercado viene descontando, por lo que preferimos mantener cierta cautela por el impacto que esto podría tener en la curva local. Adicionalmente, los riesgos de una suspensión de Pedro Castillo, podrían generar también cierta volatilidad en la curva soberana. En ese sentido, mantenemos preferencia por la parte media de la misma.

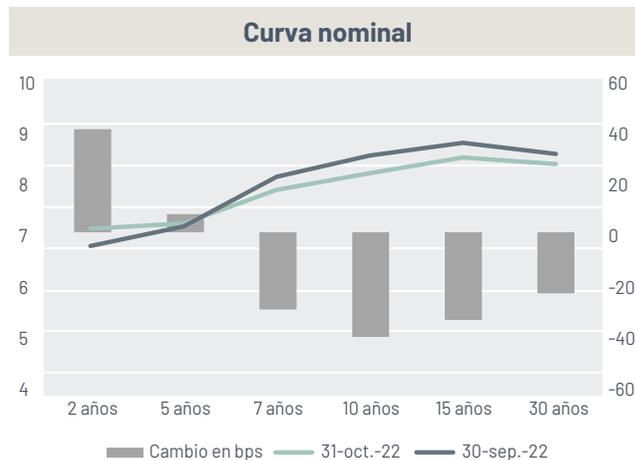


CURVA

Consideramos que la curva se mantendrá plana conforme las tasas de la parte corta se mantengan en el pico de subida, ancladas al nivel de la tasa de referencia (7%). Asimismo, debido a las expectativas de crecimiento económico local, que se vienen reduciendo para fines de 2022 y para el 2023, no esperamos que la parte larga de la curva muestre un empinamiento. En ese sentido, cambiamos nuestro posicionamiento a *flattener*.

CORPORATIVOS

Continuamos observando mayor actividad en el mercado primario, con emisiones en el tramo corto principalmente de 1 año, donde existe mayor demanda, ya que es el punto de la curva que refleja el nivel en que se encuentra la política monetaria. Asimismo, en su mayoría, las subastas en el mercado primario han sido de emisores, cuya clasificación de riesgo es de las más elevadas, y es donde se encuentra la mayor preferencia por inversionistas que buscan tener un riesgo acotado. Los *spreads* de los bonos corporativos locales se han mantenido estables respecto al mes anterior.





RENTA VARIABLE LOCAL

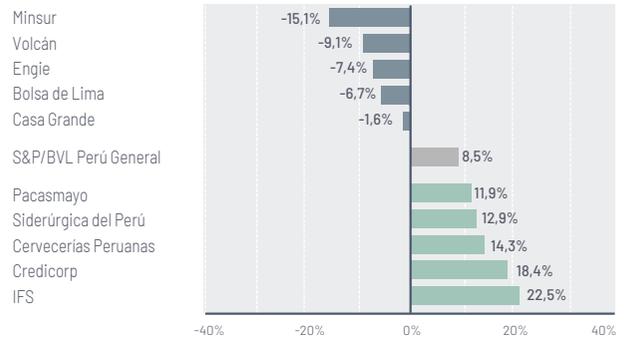
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de octubre, la BVL tuvo un rendimiento positivo de +8,5% en moneda local, explicado por la recuperación de liquidez en los fondos de pensiones y los resultados trimestrales en promedio en línea con las estimaciones. El sector financiero presentó el mejor rendimiento (+17,9%) debido a las mayores tasas de interés y una recuperación del crédito minorista. El sector de consumo tuvo un rendimiento positivo (+7,2%) explicado por una demanda resiliente a pesar de las presiones inflacionarias. Por otro lado, el sector industrial presentó un retorno de +5% principalmente por noticias corporativas positivas que incluyen el anuncio de un dividendo en el caso de Pacasmayo y los buenos resultados trimestrales de Ferreycorp. El sector de construcción mostró una recuperación de +4,9% en medio de elevados costos de materias primas. Finalmente, el sector minero mejoró (+3,1%) mostrándose resiliente a las caídas de los precios del cobre, estaño y plata.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos nuestra posición con ligeros cambios. Incrementamos nuestra 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 consumo básico e industrial. Asimismo, hemos aumentado nuestra posición en compañías del sector financiero debido a su buen comportamiento en un contexto de altas tasas de interés. Por otro lado, mantenemos nuestra posición en compañías mineras priorizando las que puedan beneficiarse del contexto internacional y con proyectos en curso. Finalmente, recogemos ganancias en el sector eléctrico y continuamos con una posición neutral en el sector de materiales.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





COLOMBIA

Banco Central de Colombia descarta intervención cambiaria ante fuerte devaluación.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) mostró una expansión mensual de 1,4% para agosto, ajustado por el efecto estacional, compensando la variación negativa presentada el mes anterior. Esto estuvo explicado por una sorpresa positiva en las ventas minoristas, resaltando la fortaleza del consumo. En adelante, seguiremos enfrentando retos por la incertidumbre política, principalmente por la nueva Reforma Tributaria, las presiones inflacionarias, el endurecimiento de las condiciones financieras y la dinámica económica global.

INFLACIÓN

En septiembre, la inflación presentó una variación mensual de 0,93% por encima de las expectativas del mercado, que esperaba un 0,77%. El rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas volvió a ser el principal contribuyente del mes con 0,31%. En segundo lugar se ubicó el rubro de alojamiento, agua, electricidad y gas que contribuyó 0,18% en el mes. Las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, impulsando al alza las expectativas para finales de 2022, influenciadas por el comportamiento de la moneda, los precios de las materias primas y las expectativas de incremento de salario mínimo.

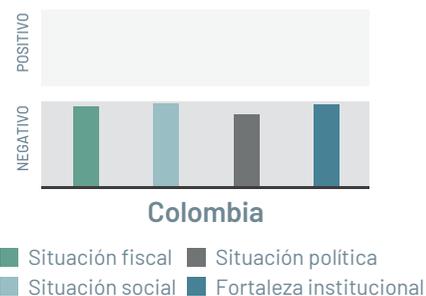
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central, en la última reunión del mes de octubre, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 100pbs a 11%, en línea a lo anticipado por el mercado. Dicha decisión tuvo en cuenta las persistentes presiones inflacionarias y una actividad económica que sigue mostrando fortaleza para este año, donde inclusive el equipo económico del Banrep incrementó su expectativa de crecimiento de 7,8% a 7,9%. Esperamos que el ciclo contractivo continúe en las próximas reuniones, con una tasa de intervención cercana al 11,75%, para final de año.

TIPO DE CAMBIO

En octubre, el peso colombiano presentó una devaluación de alrededor de 7,2%, continuando con la tendencia evidenciada en los últimos meses y alcanzando máximos históricos. Dicho comportamiento estuvo explicado por varios factores: I) registro de la inflación en niveles más altos del siglo, II) inicio de discusiones sobre la Reforma Tributaria en el Congreso, III) comentarios del Gobierno sobre la posibilidad de control de capitales. 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, comentarios controversiales del Gobierno 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%	7,0%	8,0%
INFLACIÓN	9,7%	9,7%	12,3%
TPM	10,50%	12,75%	12,00%
FX	4150	4525	5100





RENTA FIJA LOCAL

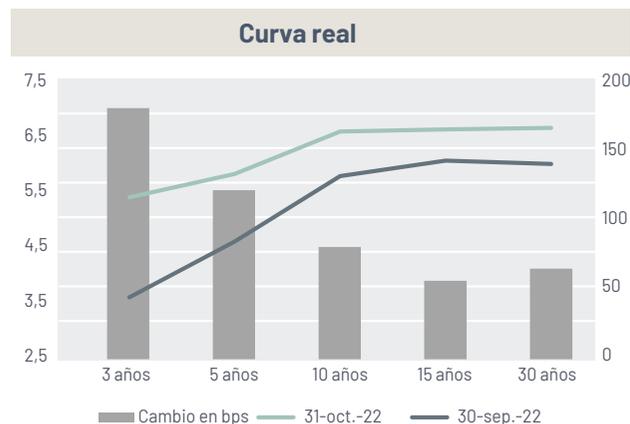
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

El pasado 28 de octubre se conoció la decisión de política monetaria por parte del Banco Central, en la cual se tomó la decisión por unanimidad de incrementar la TPM en 100pbs, ubicándola en 11%. Esta decisión estuvo en línea con las expectativas del mercado, sin embargo, tanto el Banco Central como el mercado en general están a la expectativa del dato de inflación de octubre y noviembre, el comienzo de las negociaciones sobre el salario mínimo y la Reforma Tributaria, insumos que serán decisivos para determinar el último movimiento del 2022 y la posible tasa terminal de TPM.

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

DURACIÓN

Dado que el mercado ha presentado fuertes choques de volatilidad como consecuencia de comentarios no tan acertados para el mercado por parte del Gobierno de turno y sumado a eso la volatilidad que podría imprimir hacia adelante el proyecto de Reforma Tributaria, la inflación de los meses siguientes y las decisiones de TPM, mantenemos una visión cautelosa de neutralidad en duración, a la espera de mejores condiciones para comenzar a alargar la misma.



CURVA

Mercado: durante los últimos días las curvas se han empinado un poco, sin embargo, 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.

OIS (*Over Index Swap*): la curva OIS está descontando un movimiento de 50pbs en la TPM para final de año, lo cual la ubicaría sobre 11,5%.

CORPORATIVOS

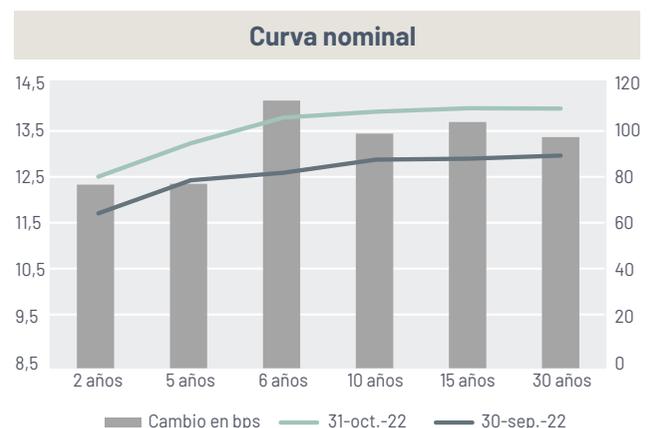
Mantenemos la preferencia por deuda corporativa dado los altos niveles de *spread* vs. deuda soberana.

Durante la última semana los *spreads* corporativos volvieron a tocar niveles históricos, para el caso de las tasas nominales el *spread* volvió a niveles de hasta 400pbs para algunos nodos y un *spread* promedio de 360pbs vs. la curva soberana. Por su parte, la curva real corporativa volvió a presentar *spreads* que rondan los 350pbs en la parte corta de la curva y 230pbs para la parte media y larga.

REAL VS. NOMINAL

Mantenemos la preferencia por instrumentos indexados, sin embargo, la visión de *overweight* pasa a neutralidad, dado que el efecto base del IPC podría conllevar a una desaceleración en el indicador, favoreciendo la tenencia de deuda nominal.

Durante octubre, la curva soberana nominal presentó desvalorizaciones de 91pbs y la curva corporativa de 100pbs y 150pbs respectivamente en la parte corta y larga. Por su parte, la curva real soberana presentó desvalorizaciones en la parte corta y media de la curva de 60pbs, y la curva corporativa de 150pbs en promedio.





RENTA VARIABLE LOCAL

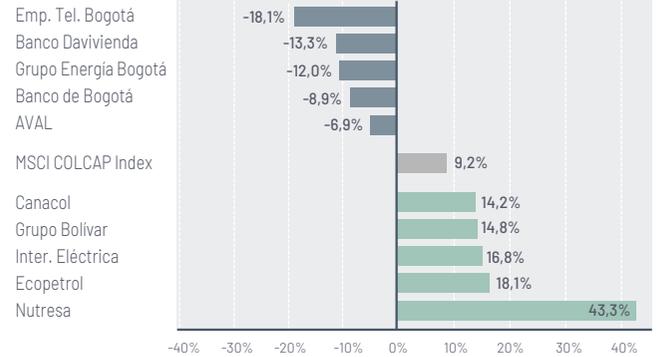
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de octubre, el mercado local presentó una fuerte recuperación de 9,2% m/m en moneda local (+2,6% en USD, producto de una devaluación de 6,3% al cierre), un resultado en línea con el desempeño de países de la región. Este comportamiento se explica en buena parte por eventos corporativos, donde la reactivación en la negociación de Nutresa en su cuarta OPA le aportó 1/5 del desempeño al índice. Adicionalmente, se encuentra el sector de petróleo & gas con un rendimiento de 13% m/m gracias a los comentarios positivos sobre la exploración petrolera en Colombia, donde cada vez son más voces que aprueban la continuidad en el sector sin que se tenga definida una política clara desde el Gobierno; además de la ratificación del CEO de Ecopetrol tras el nombramiento de la nueva Junta Directiva que fue bien recibida por el mercado.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Continuamos con el sesgo positivo en el sector petróleo & gas producto de una dinámica favorable por el precio de los *commodities* y devaluación del COP que benefició a los exportadores; y en el sector financiero por cuenta del buen comportamiento de los márgenes de intermediación, una inflación que aún tiene espacio según el Banco Central y la fuerte demanda en el segmento de créditos de consumo.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





URUGUAY

Uruguay volvió a los mercados internacionales con una colocación de deuda exitosa.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

En octubre, el indicador adelantado de la actividad registró una nueva expansión, concatenando 10 subas consecutivas en el año. La mediana de la encuesta de expectativas que revela el Banco Central del Uruguay para 2022 se corrigió al alza desde 5% a 5,15%, y se mantuvo estable para 2023 y 2024 en 3% y 2,5% respectivamente. Si bien se mantiene la expectativa de crecimiento hacia adelante, la participación del consumo tomará una mayor relevancia en su composición, a partir de una recuperación del salario real, pudiendo requerir de un mayor esfuerzo desde la política monetaria para contener la inflación y sus expectativas.

INFLACIÓN

El IPC registró una variación mensual de 0,84% en el mes de septiembre, acumulando en el año un incremento de 6,86% y en los últimos 12 meses de 9,95%, acelerándose desde 9,53%. El componente residual explicó la mayor parte de la inflación mensual, donde se destaca la incidencia de las frutas y verduras (+10,17%). Las expectativas de inflación para 2022 se ajustaron nuevamente al alza, pasando de niveles de 8,9% a 9%, mientras que para 2023 se ajustaron a la baja de 7,45% a 7,3%. Cabe mencionar que estas expectativas todavía se encuentran muy alejadas de los límites del rango meta 3%-6%.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 6 de octubre tuvo lugar el Comité de Política Monetaria, donde el Banco Central del Uruguay decidió un aumento de la Tasa de Política Monetaria en 50pbs, llevándola a 10,75%. Este incremento estuvo en línea con el *forward guidance* que habría marcado en las reuniones pasadas. A su vez, el BCU ratifica el compromiso de profundizar en la fase contractiva de la política monetaria mediante futuras alzas de magnitud similar a la última reunión, 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

El dólar se debilitó 2,7% en octubre y acumula en el año un descenso de 9,14%. Luego del impulso que recibió sobre fines de septiembre queriendo alcanzar los \$42, rápidamente se desvaneció a niveles de soporte de \$41 en los primeros días de octubre, donde mantuvo estabilidad hasta debilitarse sobre fin de mes, asociada a una escasa liquidez del mercado de pesos y un fortalecimiento del BRL luego de las elecciones. Si bien esperamos que la liquidez se vaya recomponiendo, las presiones sobre el BRL podrían continuar mientras el nuevo Gobierno de Brasil designa sus autoridades y contribuye a disminuir la incertidumbre del mercado.





RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Ante cierta pausa en el deterioro de las condiciones financieras internacionales, los activos de renta fija del mercado local mostraron mayor estabilidad. La curva de tasas reales se mantuvo casi sin cambios, mientras que la de tasas nominales experimentó un aplanamiento a partir de un incremento en las tasas de corto plazo y un ligero descenso en las de largo. El *spread* soberano se mantuvo estable y permanece en niveles históricamente bajos.

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

DURACIÓN

La preferencia desde la política monetaria por un ritmo más lento pero sostenido de subas de la TPM en el actual contexto de incertidumbre, a nuestro criterio, no está siendo compensado con un adecuado premio por plazo, según los niveles que ofrece la curva de tasas nominales. En la medida que veamos que esta situación se vaya corrigiendo iremos incrementando duración desde terreno de subponderación a neutral.



Expectativas de inflación



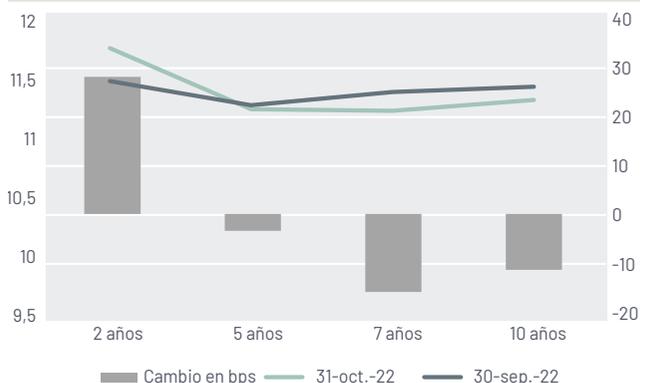
CURVA

La apreciación del tipo de cambio real es una clara señal de que el relajamiento fiscal que espera el mercado sería fácilmente financiable a pesar del deterioro en las condiciones externas. No obstante, el equilibrio en el balance de riesgos es muy delgado y cualquier empeoramiento desde el frente externo y un relajamiento fiscal mayor al previsto podría implicar un cambio repentino con un fuerte debilitamiento de la moneda y empinamiento de la curva.

NOMINALES VS. REALES

El persistente y amplio diferencial que existe entre la inflación implícita y las expectativas de los analistas a lo largo de todo el horizonte de política monetaria, sumado a la perspectiva de reversion en el componente residual de la inflación para el mes de octubre, nos lleva a mantener la preferencia por los instrumentos nominales de corto plazo. Por otra parte, un relajamiento fiscal por vía de menor ajuste de tarifas públicas hacia comienzos de 2023 favorece en el corto plazo este posicionamiento.

Curva nominal



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.

