

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

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

1.28


Marzo 2023

One House View

Reanudación del *bear market* por sobrecalentamiento americano

Contenido

1 | Resumen de la estrategia 

2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 



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

www.sura-im.com/perspectivas

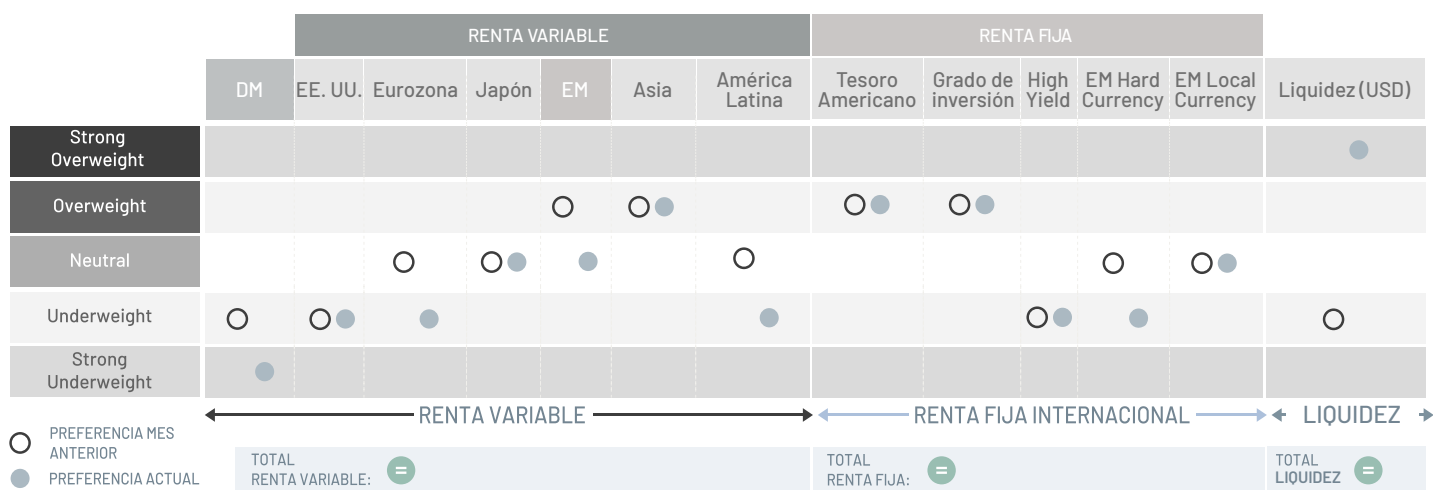
1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

Visión global y posicionamiento

Durante febrero, las preocupaciones sobre los bancos centrales manteniendo una política monetaria contractiva por más tiempo, volvieron a ocupar la mente de los inversionistas. A principios del mes, el

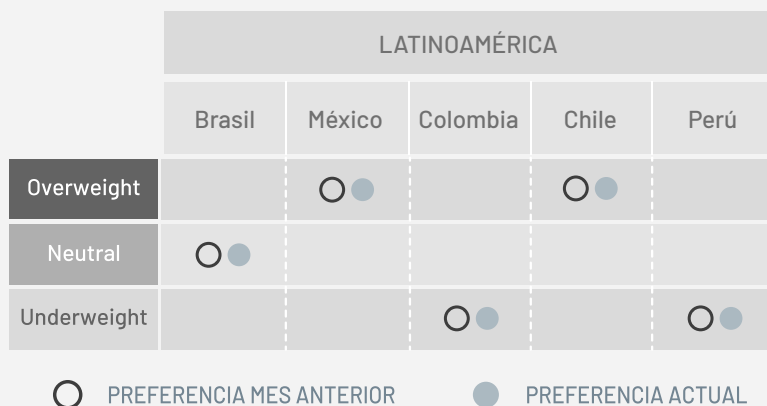
reporte de creación de empleo en Estados Unidos por encima de las expectativas, significó la reincorporación de temores sobre presiones inflacionarias por el lado de la demanda que seguirían impidiendo el descenso rápido de la inflación generalizada. En línea con lo anterior, el IPC, el IPP y la inflación PCE Core estuvieron por encima de las expectativas del mercado. En respuesta, la tasa de tesoros de 10 años tuvo un incremento cercano a los 50pbs, finalizando febrero en torno al 4%. El mercado ahora incorpora una tasa terminal de 5.25% para la FED y el inicio de recortes solo hasta 2024. La renta variable sufrió un golpe de similar magnitud, rentando cerca de un -4% durante el mes. Es importante

mencionar aquí que Asia emergente fue una de las regiones más afectadas, no solo por las dinámicas globales, sino también por el reciente aumento de las tensiones geopolíticas con EE. UU. En términos de estrategia, conservamos la neutralidad en la renta variable vs. renta fija. Sin embargo, en nuestros portafolios empezamos a tomar más preferencia por la segunda. Para la primera mantenemos una mayor ponderación hacia activos emergentes, pese al menor rendimiento de la bolsa asiática durante las últimas semanas, creemos que la historia de reapertura y los datos macroeconómicos por encima de las expectativas podrían dar soporte a los activos.



Visión de Latinoamérica y posicionamiento

Nos mantenemos sin cambios en nuestra cartera latinoamericana. Preferimos a México y a Chile, el primero por una relativa estabilidad política, su posición estratégica y buenos resultados corporativos para el 4T22; para el segundo país continuamos viendo valorizaciones atractivas, menor incertidumbre política y una moneda beneficiada por la apertura de China. Financiamos con Colombia y Perú, países donde vemos mayores riesgos políticos, con inflación que sigue presionando al alza e incertidumbre sobre la trayectoria económica. En Brasil marcamos un neutral, a pesar de valorizaciones atractivas y desaceleración en la inflación, comentarios del Gobierno indican una postura más intervencionista generando volatilidad.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

Sorpresas de inflación y empleo deterioran el apetito por el riesgo

En nuestra edición de febrero discutimos sobre el sentimiento positivo en los mercados de capitales. En su momento, mencionamos que la mejora en algunos datos macroeconómicos (inflación, confianza, consumo) estaban apoyando, en parte, dicho sentimiento. Sin embargo, para nosotros, parecía que la tendencia que estábamos viendo se debía más a una sobre-reacción del mercado, apoyada por técnicos y valorizaciones que mantenían las bolsas globales en verde. Recomendamos entonces, continuar con una postura más cauta, favoreciendo la selectividad en activos que muestran una relación interesante entre devengo y riesgo esperado. Apoyando en cierta medida nuestro llamado a la moderación, observamos en lo corrido del mes un mercado presionado; con activos globales terminando en rojo, tanto de la renta variable como de la renta fija.

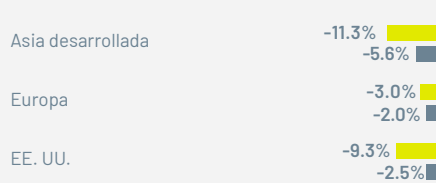
Lo anterior, en medio de un contexto donde las preocupaciones sobre los bancos centrales manteniendo una política monetaria contractiva por más tiempo, volvieron a ocupar la mente de los inversionistas. A principios de febrero, se conoció el reporte laboral en EE. UU. con un total de 517 mil nuevos empleos creados (vs. un esperado de 185 mil), lo que podría significar que las presiones por el lado de la demanda seguirían haciendo contrapeso a componentes de la inflación que se están desacelerando tras el fin de las restricciones de movilidad y la moderación de los precios internacionales del petróleo. Luego de esto, no es sorpresa entonces que datos como el IPC, el IPP y la inflación PCE Core estuvieran por encima de las expectativas de los agentes del mercado.

En respuesta, la tasa de tesoros de 10 años tuvo un incremento cercano a los 50pbs, finalizando febrero en torno al 4%. El mercado ahora incorpora una tasa terminal de 5.25% para la FED y el inicio de recortes solo hasta 2024 (antes se esperaban durante el segundo trimestre del año). La renta variable sufrió un golpe de similar magnitud, rentando cerca de un -4% durante el mes. Es importante mencionar aquí que Asia emergente fue una de las más afectadas, no solo por las dinámicas globales, sino también por el reciente aumento de las tensiones geopolíticas con EE. UU.

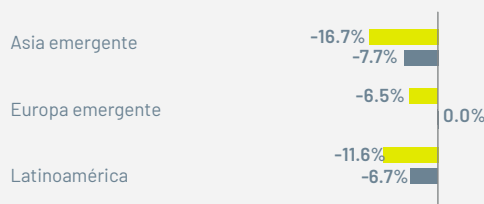
Lo anterior, nos lleva a subponderar la renta variable vs. renta fija. En la renta variable, mantenemos una mayor ponderación hacia activos emergentes, pese al menor rendimiento de la bolsa asiática durante las últimas semanas, creemos que la historia de reapertura y los datos macroeconómicos por encima de las expectativas podrían dar soporte a los activos. Mientras que, en desarrollados, pareciera que las expectativas de utilidades y múltiplos aún tienen espacio para incorporar una mayor desaceleración económica, de la mano también de presiones en costos que se vuelven cada vez más difíciles de transferir al consumidor final y debieran afectar los márgenes de las compañías.

Para la renta fija, en materia de selectividad, nos inclinamos por activos del Gobierno americano que se encuentran en un punto de entrada atractivo, y por la deuda corporativa de mayor calificación crediticia por encima de la deuda *high yield*.

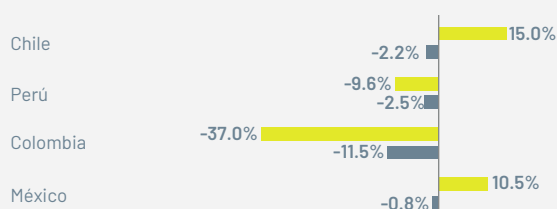
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



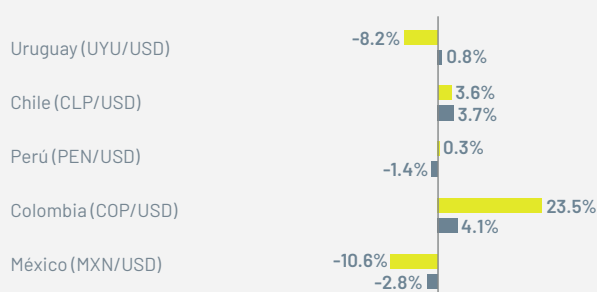
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Mantenemos cautela a nivel regional dada la alta volatilidad por temas políticos

Los mercados latinoamericanos presentaron un comportamiento negativo para el mes de febrero, retornando un -6.71% (ILF). Lo anterior es explicado principalmente por Brasil, en donde vimos un mes de alta volatilidad por la noticia de volver a ingresar los impuestos a los hidrocarburos, que se mantenían suspendidos desde el año pasado, junto con un nuevo impuesto a las exportaciones de petróleo bruto durante cuatro meses, presionando a las empresas petroleras del país que hacen parte del índice. En adelante, podríamos ver volatilidad adicional a medida que avancen las reformas en cada país, y continuemos viendo una desaceleración en la actividad local y global.

La economía mexicana reportó un crecimiento por encima de 3%, mejor a la cifra preliminar previa. Si bien el 2022 comenzó con pronósticos nada alentadores, México se ha comportado de manera resiliente, aprovechando la dinámica de consumo desde EE. UU. En este sentido, la inflación local al igual que en el mundo se ha mantenido alta, misma que reportó incremento durante enero. Aunque la lectura de inflación de la primera mitad de febrero marcó descenso, la postura restrictiva desde Banxico sigue firme, llevando su Tasa de Política Monetaria a 11%. Este factor, entre otros, ha dado soporte a la moneda local que sigue registrando apreciación durante 2023.

En febrero, el peso chileno presentó una devaluación de 4.50%. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por un incremento en la expectativa de tasa terminal de EE. UU., por un discurso más agresivo de la FED, que afectó el apetito de riesgo de los inversionistas y llevó a una apreciación del dólar (DXY) de 3.61% en el mes. El peso podría sufrir volatilidad adicional a medida que avancen las reformas propuestas (tributaria y pensional), mejoras en la actividad económica en China y discusiones de la nueva Constitución.

El Banco Central mantuvo su tasa por primera vez después de 18 reuniones consecutivas de subidas. Esto se dio debido a que en enero el dato de la inflación fue menor a lo esperado y las estimaciones para el crecimiento económico de este año son cada vez menores debido a factores como las protestas sociales, incertidumbre política, cambios de gobiernos regionales, etc. Aún así, esperamos que el BCR suba su tasa 25pbs en marzo, ya que la inflación sigue muy alta y sus expectativas continúan subiendo. El dato de inflación menor a lo esperado también ayudó al tipo de cambio, el cual esperamos que siga apreciándose en marzo



debido a la disminución de las protestas sociales y a la llegada de la temporada de pago de impuestos.

En febrero, se presentó la propuesta del Gobierno para modificar el sistema de salud colombiano. La Reforma se enfoca principalmente en cambiar la manera como se administran los recursos, donde se elimina este poder a las empresas privadas y pretende centralizar esta función en una entidad estatal. Esto se ha vuelto bastante controversial y ha generado polarización entre los ciudadanos evidenciado en una encuesta levantada, donde el 44% de las personas están a favor de la Reforma, mientras que el 43% están en desacuerdo. Esperamos que la Reforma genere discusión en el Congreso y esto permita un texto final más moderado.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

La economía mexicana se mantiene resiliente por la acumulación de inversión extranjera

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La cifra final de crecimiento del PIB en México durante 2022 fue 3.1%, por encima del último dato preliminar. Este hecho se explica en la demanda de bienes desde EE. UU., la fuerte entrada de remesas y la acumulación gradual de inversión extranjera directa. Sin embargo, para 2023, a pesar de las mejoras que se han registrado, especialistas privados encuestados por Banxico pronostican sólo una expansión de 1.2% en la economía local, en línea con la contracción económica que se está experimentando en el mundo, donde incluso un nuevo episodio recesivo aún es posible.

INFLACIÓN

En su lectura de la primera mitad de febrero, la inflación se ubicó en 7.76% luego de cerrar enero en 7.91%. Nuevamente esta cifra se explica mayormente en el factor subyacente o más estable que se incrementó en 8.38% a tasa anual, donde los precios de mercancías y servicios siguen elevados. Por otro lado, el factor no subyacente o más volátil alcanzó 5.93% en términos anuales durante esta primera quincena. Aún con esto, se pronostica que la presión en precios debería descender a un 5.28% a cierre de año, según especialistas encuestados.

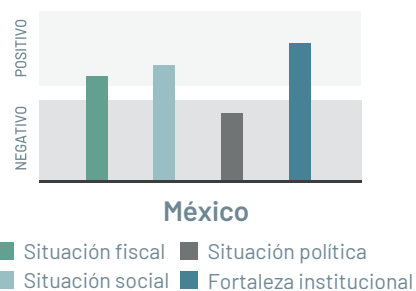
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Si bien la inflación en varias regiones del mundo, y con mayor lentitud también en México, ha comenzado a disminuir desde su punto más alto, parece lejano un cambio en la postura hasta ahora restrictiva de los bancos centrales. La dinámica de precios en la economía local ha mostrado resiliencia a descender en precios de mercancías y servicios. Esto explica que, durante su primera reunión del 2023, Banxico sorprendió al decidir incrementar su Tasa de Política Monetaria en 50pbs mientras se esperaba sólo un incremento de 25pbs. Esto llevó a la tasa a 11%, misma que podría alcanzar 11.50%.

TIPO DE CAMBIO

A pesar de que el dólar medido con DXY ha reportado fortaleza en febrero, el peso mexicano reportó avance frente a la moneda de referencia en 2.83%, acumulando una apreciación de más de 6% en los primeros dos meses de 2023. Entre otros factores, este hecho se explica en el diferencial de tasas entre México y EE. UU., así como en la entrada de remesas y la acumulación de inversión extranjera en meses recientes. Con este contexto, especialistas privados encuestados recientemente por el Banco Central estiman que el tipo de cambio se ubicará en 19.80 MXN por dólar a cierre de año.

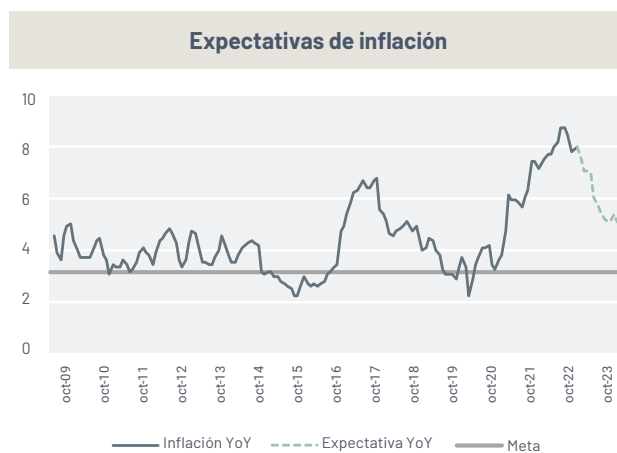
MONITOR POLÍTICO



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

EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	0.3%	1.3%	1.7%
INFLACIÓN	3.9%	5.0%	5.7%
TPM	8.50%	11.25%	12.00%
FX	17.50	19.05	20.91





RENTA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Luego de un arranque positivo en las diferentes clases de activos, febrero se caracterizó por ser un periodo de fuerte aversión al riesgo. Inversionistas comienzan a ajustar expectativas sobre que la FED no cambiará de corto plazo su postura restrictiva y que la inflación en aquella economía sigue descendiendo. Esto ocasionó que, en el caso de la renta fija local se registraran fuertes subidas en las curvas nominal y real. En el primer caso, las subidas promediaron 75pbs, pero en algunos nodos superaron los 100pbs. En el caso de papeles reales los incrementos promediaron 40pbs.

RENTA FIJA	FEBRERO	MARZO
Duración	OW	N
Curva	FLAT	STEEP
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	UW	UW

DURACIÓN

La inflación, a pesar de seguir descendiendo se mantendrá en niveles elevados respecto al rango objetivo de Banxico. Adicionalmente, la economía global se sigue desacelerando ante políticas monetarias restrictivas y menor oferta de liquidez. Esto apunta a la renta fija como activo atractivo. Sin embargo, el hecho de que el mercado descontara excesivamente que los bancos centrales ajustarían sus posturas restrictivas a moderadas, presionó de manera importante a la renta fija en febrero. Con esto, se busca neutralizar la duración hasta tener mayor convicción del final del ciclo alcista en tasas.

CURVA

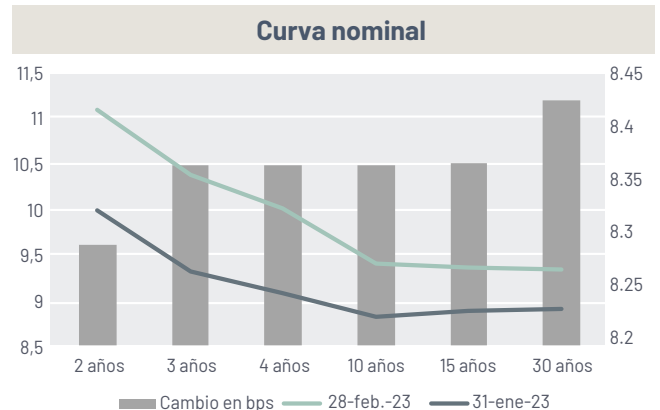
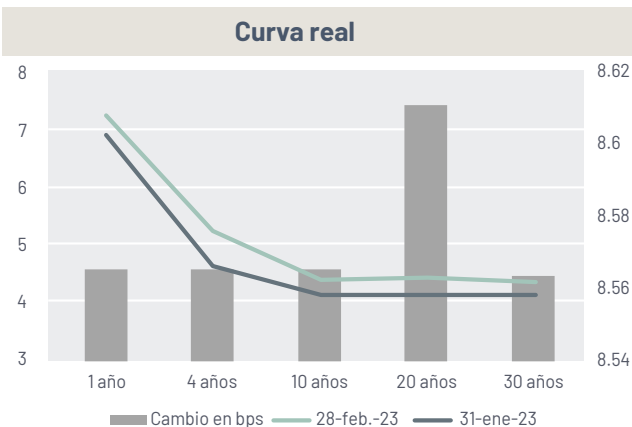
La política monetaria mantiene el sesgo restrictivo que podría extenderse más de lo anticipado, y las expectativas del mercado se ajustan constantemente con los datos de inflación y las expectativas de entrada de inversión extranjera. La reapertura comercial de Asia podría ser negativa para la expectativa de crecimiento local, en medio de una desaceleración en EE. UU., economía que impulsa el crecimiento en México. Aunque en el corto plazo podríamos aún ver curvas invertidas o planas, se espera un empinamiento como resultado de menores datos de inflación y el fin del ciclo alcista en tasas.

CORPORATIVOS

Durante el segundo mes del año las colocaciones primarias de largo plazo alcanzaron \$392 millones. Aunque se espera un repunte durante marzo, el bajo número de emisiones explican la baja liquidez. En términos generales, los *spreads* han seguido comprimiéndose, por lo que lucen caros. Se mantiene una visión constructiva, pero con alta selectividad donde sectores como el financiero no bancario y fibras se mantienen fuera del *allocation*.

REAL VS. NOMINAL

Se espera que la inflación siga descendiendo en los meses siguientes y que pueda alcanzar niveles de 5.28% a cierre de 2023. Sin embargo, esta cifra está por fuera del rango objetivo del Banco Central, en gran medida por el incremento de precios en alimentos que se ha traducido en mayores precios de mercancías y servicios. Aún con esto, existe un mayor atractivo en papeles nominales de mediano plazo relativo a bonos reales; sin dejar de lado que los papeles ligados a la inflación de muy corto plazo mantienen alto devengo.





RENTA VARIABLE LOCAL

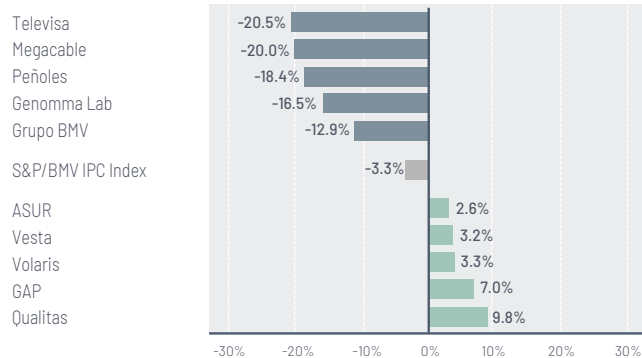
ANÁLISIS DE MERCADO

En febrero, el IPC registró una caída de 3.3% en un mes en el que la mayoría de las empresas reportaron sus resultados del 4T22, siendo los sectores consumo, *real estate* y aeropuertos los que más se destacaron. En contraste, los sectores telecomunicaciones y materiales tuvieron las notas negativas de esta temporada. En materia de rendimientos, y en línea con la descripción anterior, los tres aeropuertos y la única aerolínea del IPyC (Volaris) presentaron un *outperformance* frente a la caída del mercado. Otro sector que se destacó fue consumo, que suele ser resiliente durante caídas del mercado, en este rubro destacaron Kimberly Clark (+2.1%) y Femsa (+2.4%). Por el lado de las caídas, Mega y Televisa fueron las dos acciones más afectadas.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El EBITDA para toda la muestra de MexBol incrementó 10% a/a en el 4T22, sólo 7 de las 27 compañías del índice (excluyendo bancos) registraron caídas en este indicador operativo (principalmente empresas asociadas al sector de materiales). En materia de valorización, MexBol se ve en niveles atractivos vs. su historia y otros mercados accionarios. Está cotizando a 12.8x P/E y 6.1x EV/EBITDA 12M *forward*, que corresponden a descuentos de 18% y 16% vs. su historia (15 años). El *de-rating* que ha tenido el mercado a lo largo del año anterior tiene que ver con el incremento de tasas de interés, el cual también ha ocurrido en otras partes del mundo.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	FEBRERO	MARZO
Consumo básico	N	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Financiero	UW	UW
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	N
Telecomunicaciones	OW	N
Materiales	OW	N
Health Care	OW	OW





CHILE

Recuperación del crecimiento e inflación al alza

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de enero muestra un aumento de 0.4% respecto al mismo mes del año anterior, luego de 4 meses consecutivos de datos negativos, y al igual que los datos anteriores sorprende al alza vs. las expectativas de mercado. Con lo anterior el crecimiento ha mostrado un mejor desempeño de lo previsto, con lo que esperamos el Banco Central revise al alza su proyección de crecimiento para este año que actualmente está entre -0.75% y -1.75%, según el último IPoM.

INFLACIÓN

La inflación 12 meses se situó en enero en 12.3%, con un dato de IPC de enero en 0.8% bastante sobre lo previsto por el mercado. Con lo anterior las expectativas *forward* subieron vs. los últimos meses, donde la inflación esperada para este año pasó del 4.5% al 5.5%, y para 2024 alrededor de 3.8%, lejos del rango meta que tiene el Banco Central de 3% para un plazo de dos años. Esperamos en el IPoM de este mes una corrección al alza del Banco Central en las expectativas de inflación.

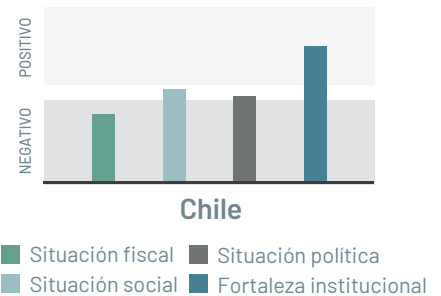
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de Política Monetaria, realizada en enero, el Banco Central de Chile mantuvo la tasa de referencia en 11.25%, nivel máximo del ciclo iniciado en julio de 2021. Las expectativas que estaban implícitas en los precios era que el ciclo de baja comenzara en su próxima reunión de abril, sin embargo, dado el alto dato de inflación del mes de enero, se pospondría una o dos reuniones, con lo que la TPM recién bajaría cerca a la segunda mitad del año.

TIPO DE CAMBIO

Conocimos el dato de desempleo para el trimestre móvil noviembre-enero, ubicándose en 8%, indicando un incremento de 0.7 puntos porcentuales en doce meses (vs. enero de 2022). Este resultado está explicado por un incremento en la fuerza laboral y en la creación de empleo, que incrementó un 3.4% a/a. A pesar de que en general es una noticia positiva, nos indica que la economía se está desacelerando menor a lo esperado, lo que podría tener implicaciones negativas en los próximos meses, donde se podrían generar presiones inflacionarias.

MONITOR POLÍTICO



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 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-2.0%	-1.0%	0.2%
INFLACIÓN	4.1%	5.2%	5.6%
TPM	5.00%	8.50%	9.50%
FX	740	812	880





RENTA FIJA LOCAL

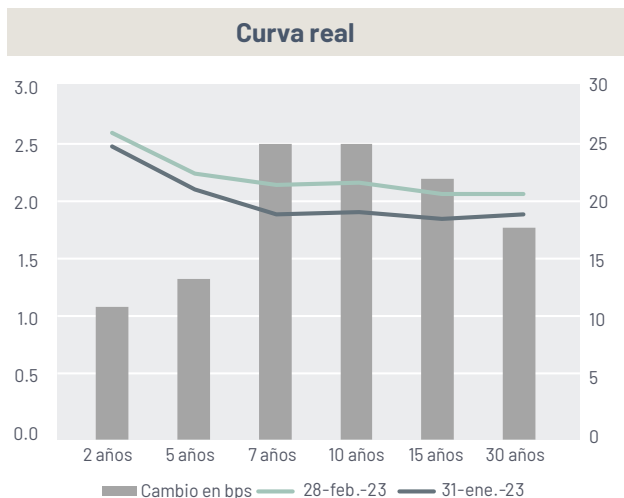
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el mes vimos subidas en las tasas de manera generalizada, por un lado, debido a que el IPC de enero fue bastante superior a lo esperado, lo que llevó a aplazar las expectativas a la baja en la Tasa de Política Monetaria, y por otro lado, al alza en el *treasury*, dado que la FED subiría la tasa más de lo previsto por el mercado. Sin embargo, el alto devengo de las tasas, principalmente en los plazos más cortos por la curva invertida, generó rentabilidades positivas en los fondos de más corto plazo y negativa en los de mayor duración.

RENTA FIJA	FEBRERO	MARZO
Duración	OW	N
Curva	STEEP	N
Corporativos	N	N
Real vs. Nominal	N	N

DURACIÓN

A pesar de que el Banco Central de Chile anunció que había llegado al final de su ciclo alcista, vemos que la inflación ha sido persistente y la curva se mantiene bastante invertida tanto en pesos como en UF. Debido a lo anterior, de manera táctica bajamos duración en los fondos, aún así, tomando una perspectiva de mediano plazo, las tasas tienen bastante espacio a la baja, sin embargo, sería en un tiempo mayor al previsto al mes anterior.



CURVA

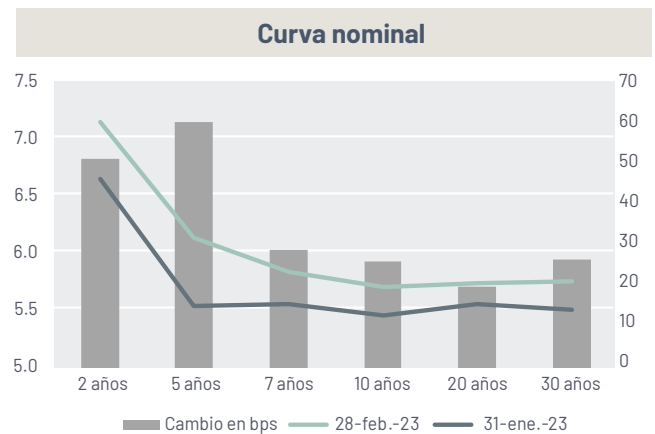
Bajamos de manera táctica la duración. Las tasas subieron bastante este mes y vemos que se mantendrían en estos niveles en el corto plazo, por lo que, dado una curva sin mucho movimiento, nos posicionamos donde vemos mayor nivel de tasas, que es en las parte más corta de la curva, debido a que la pendiente se encuentra muy invertida, tanto en pesos como en UF, con tasas muy altas a menor plazo.

CORPORATIVOS

Durante los últimos meses hemos evidenciado la preferencia de los inversionistas por instrumentos líquidos de Gobierno y bancarios, estos últimos tranzando con *spreads* cercanos a 75-80pbs. Por el lado de los bonos corporativos notamos que se mantienen relativamente estables los niveles de *spread*, al igual que un bajo nivel de transacciones. Se observa una mayor preferencia por bonos de alta calidad crediticia, mientras que los bonos asociados a mayor riesgo se encuentran aún en niveles amplios de *spread*.

REAL VS. NOMINAL

Se registró una inflación mensual de 0.8% en enero, sobre lo esperado por el mercado. Las expectativas de inflación aumentaron a 5.5% para 2023. La TPM llegó a un techo de 11.25%, y continuaría por mayor tiempo del esperado. Continúan los riesgos inflacionarios, tanto a nivel local como internacional, así como los relacionados con la actividad y las acciones de los bancos centrales. Con lo anterior y dado el alto nivel de tasas en ambas monedas, es que nos posicionamos neutral en pesos vs. UF.





RENTA VARIABLE LOCAL

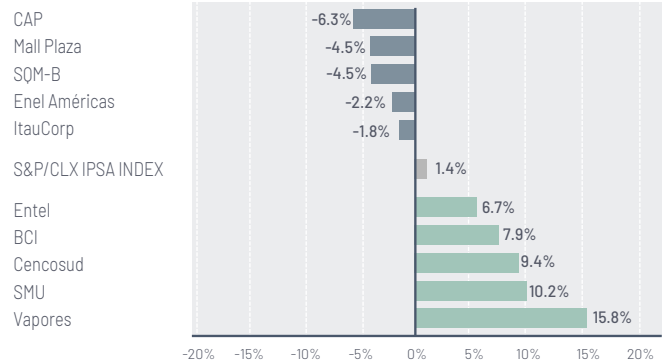
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante febrero, la bolsa local (IPSA) avanzó levemente en moneda local (0.7%) y en USD (0.4%). Estos resultados se deben a que los buenos retornos en los sectores de telecomunicaciones (10.1%), consumo básico (5%) e industrial (4.7%) fueron compensados negativamente por el sector de materiales, que descendió -6% debido a la incertidumbre respecto a las perspectivas en los precios del litio. Tras lo anterior, se mantienen los descontados niveles de valorización que sostienen un atractivo nivel de entrada al indicador local, en donde seguimos priorizando una adecuada selectividad al elegir los sectores/papeles, favoreciendo acciones con buenos fundamentos y atractivas valorizaciones.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

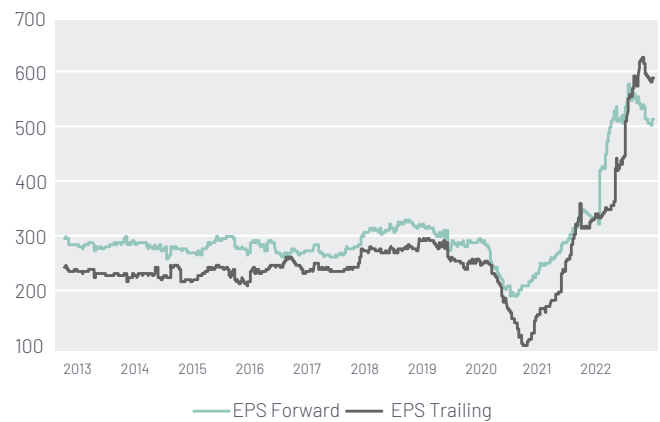
Seguimos favoreciendo los sectores de consumo básico con mayor exposición a supermercados y telecomunicaciones debido a su resiliencia, mientras mantenemos mayor neutralidad sobre el sector materiales, debido a la alta volatilidad generada por la incertidumbre respecto a las proyecciones del litio. Por otra parte, pasamos a una visión más positiva para el sector de consumo discrecional, debido a las descontadas valorizaciones, sumadas a una recuperación esperada para el sector en la segunda mitad del año. Además, se mantiene la visión más negativa sobre el sector financiero, debido a la desaceleración de la inflación UF, normalización en la morosidad y bajo crecimiento de cartera. Finalmente, reiteramos el atractivo punto de entrada al índice accionario chileno debido al fuerte descuento en su valoración actual.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



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





PERÚ

Mantenemos nuestro posicionamiento debido a los riesgos políticos y sociales que aún observamos

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según el BCRP, en el mes de diciembre del 2022, la producción nacional creció 0.86%, impulsada por el crecimiento de los sectores de minería e hidrocarburos (9.34%), electricidad, gas y agua (5.84%) y construcción (2.96%). Estos incrementos fueron contrarrestados por las caídas en los sectores financiero (-8.37%), telecomunicaciones (-7.95%) y pesca (-2.81%). Según el Ministro de Economía y Finanzas, Perú debería crecer por encima del 3.1% en 2023, sin embargo, la mayoría de estimaciones sugieren un crecimiento de entre 2.3% y 2.6% aproximadamente, incluyendo el efecto negativo de las protestas, bloqueos previos e incertidumbre política.

INFLACIÓN

La inflación aumentó de 8.46% en diciembre a 8.66% en enero, mientras que la inflación subyacente aumentó de 5.59% en diciembre a 5.80% en enero. Los mayores incrementos de los componentes del IPC fueron las legumbres frescas (109.8%), la papa (83.1%) y los fideos (53.2%). Las principales disminuciones de precios fueron el gas doméstico (-9.3%), el transporte aéreo nacional (-2.5%) y los combustibles (-0.8%). Las expectativas de inflación a 12 meses en enero fueron 4.62%. Se espera el retorno al rango meta en el primer trimestre del 2024, en un escenario de moderación de los precios internacionales y locales.

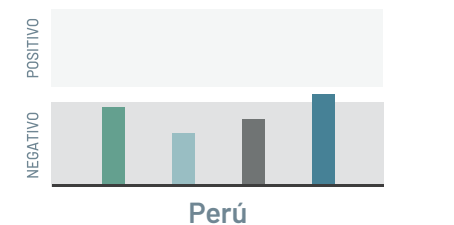
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En febrero, el BCRP mantuvo su tasa de referencia en 7.75%, siendo la primera vez que lo hace después de haberla subido en 18 reuniones consecutivas. Esto se dio después de que la inflación en enero (8.66%) fuera menor a lo esperado (8.97%). Aún así, la inflación se encuentra muy por encima del rango meta (1% - 3%), y se proyecta que retorne en el primer trimestre del 2024, debido a la moderación de los precios internacionales de alimentos y energía. Finalmente, se espera que el BCRP suba su tasa de referencia en 25pbs para la reunión de marzo.

TIPO DE CAMBIO

Al cierre de febrero, el sol se apreció 1.07%. Los principales motivos de la apreciación fueron el dato de inflación menor a lo esperado, la disminución de las protestas sociales y la llegada de la temporada de pagos de impuestos de los corporativos. Se espera que en el próximo mes, el tipo de cambio se ubique alrededor de S/ 3.70 - S/ 3.80, debido a que continuará la temporada de pago de impuestos, el riesgo social del Perú ha caído significativamente en comparación al mes anterior y el BCRP no tendrá vencimientos significativos de *swaps* cambiarios en el mes.

MONITOR POLÍTICO



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

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

EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	0.7%	2.1%	3.2%
INFLACIÓN	3.8%	4.2%	5.4%
TPM	4.25%	6.25%	8.25%
FX	3.60	3.72	4.00





RENDA FIJA LOCAL

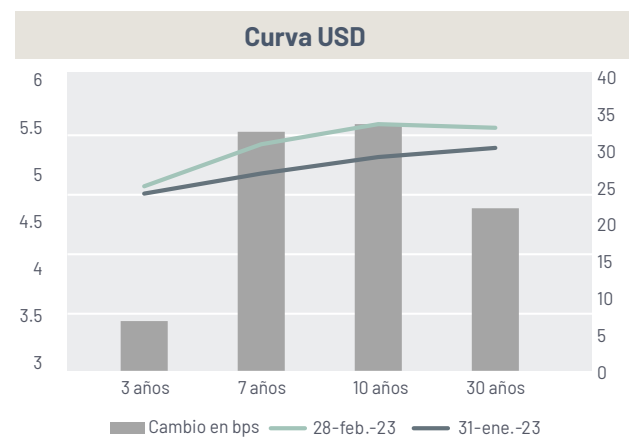
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En el ámbito local, la curva soberana se apreció 8pbs en promedio en febrero, comenzando el mes con retornos positivos debido a un mejor sentimiento local. La inflación fue menor a lo esperado en el mes, la tasa de referencia se mantuvo (se esperaba que subiera 25pbs) y las protestas sociales disminuyeron. Sin embargo, en las últimas dos semanas, datos económicos fuertes en Estados Unidos generaron un sentimiento global más *hawkish* y eso hizo que la curva se deprecie, perdiendo parte de lo ganado en las primeras dos semanas, pero cerrando el mes con retornos ligeramente positivos.

RENDA FIJA	FEBRERO	MARZO
Duración	N	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	N	N

DURACIÓN

Si bien las protestas sociales en el Perú ya cesaron, mantenemos nuestro posicionamiento de duración en neutral debido al riesgo inherente al descontento social que existe en el país por el Gobierno actual de Dina Boluarte, y a la necesidad de un adelanto de elecciones por parte de la población. Dichos riesgos, podrían conllevar a nuevas protestas que generen volatilidad en el mercado. Sumado a ello, nos encontramos a la expectativa de la reglamentación de la Ley de Pensión Mínima, que podría tener cierto impacto en el mercado.

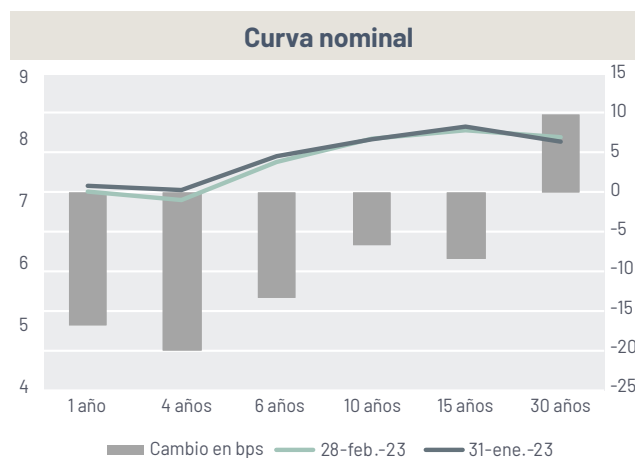


CURVA

Mantenemos nuestro posicionamiento neutral en la curva, debido a la incertidumbre política, al descontento social y a la Ley de Pensión Mínima, los cuales son factores que podrían traer cierta inestabilidad en la curva local. Si bien, probablemente, le quede al Banco Central de Reserva realizar una subida más a la tasa de referencia, creemos que esta ya se encuentra descontada por el mercado. En ese sentido podríamos decir que la curva permanecería plana por algunos meses; sin embargo, los riesgos latentes antes mencionados, podrían generar cierto riesgo de empinamiento en la curva.

CORPORATIVOS

En febrero, el volumen negociado en el mercado secundario de bonos corporativos locales continuó reduciéndose, generando una baja liquidez en el mercado. A pesar de ello, observamos una compresión de *spreads* en los *ratings* de AAA, AA+ y AA- de 24pbs en promedio. Por el contrario, el *spread* de los bonos de *rating* AA se amplió en 57pbs en promedio. Por otro lado, en cuanto al *spread* por duración, hemos visto una compresión en los tramos cortos de 1 a 5 años de duración de 24pbs en promedio, donde se ha observado mayor actividad, a diferencia de los tramos más largos.





RENTA VARIABLE LOCAL

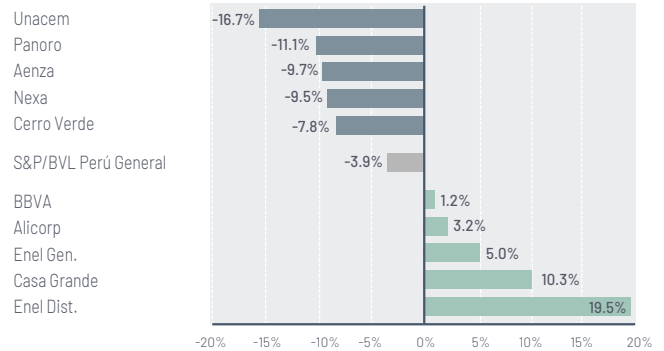
ANÁLISIS DE MERCADO

En febrero, la BVL tuvo un rendimiento negativo de -2.8% en moneda local con un deterioro principalmente en sectores cíclicos. Durante el mes se observó una menor intensidad en las protestas de rechazo al Gobierno y la negativa del Congreso en cuanto a un posible adelanto de elecciones. El sector con mejor rendimiento fue el de *utilities* (+7.0%) asociado a anuncios sobre los posibles compradores de las operaciones de Enel en Perú. Asimismo, los papeles del sector minero crecieron ligeramente en +0.9% como consecuencia de los buenos resultados corporativos ligeramente por encima de las estimaciones del consenso. El sector de consumo presentó una caída de -2.3%, mientras que el industrial retrocedió en -4.3%. Finalmente, el sector financiero tuvo el peor rendimiento del mercado (-8.3%) debido a las menores utilidades reportadas explicado por mayores provisiones por riesgo de crédito.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

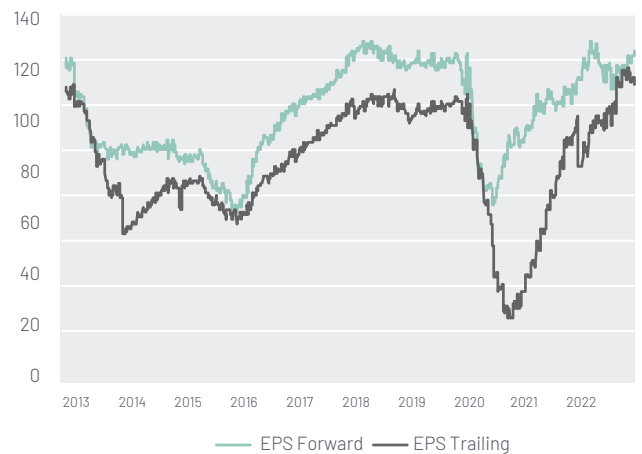
Nuestro posicionamiento presenta ligeros cambios a nivel sectorial. Nos mantenemos optimistas en los sectores de *utilities* y consumo básico, debido a la resiliencia que presentan estos papeles en un escenario de desaceleración e incertidumbre política. Asimismo, estamos sobreponderando a compañías de consumo discrecional debido a la resistencia de los hogares peruanos pese al delicado contexto social y económico. Por otro lado, nos mantenemos neutrales en algunas compañías del sector minero, priorizando metales base como el cobre y zinc. Finalmente, nos posicionamos pesimistas en el sector financiero, debido a un incremento de provisiones y préstamos morosos asociados a la desaceleración económica.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	FEBRERO	MARZO
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	UW	UW
Industrial	N	N
Materiales	UW	UW
Minería	OW	OW
Utilities	OW	OW





COLOMBIA

Nueva Reforma de la Salud pone en riesgo cuentas fiscales del país

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Conocimos el dato de PIB para el 2022, donde la economía colombiana presentó un crecimiento de 7.5% a/a, menor a lo que esperaba el mercado (8%), pero ubicándose como una de las economías con mayor tasa de crecimiento en el mundo. Este resultado estuvo impulsado principalmente por el consumo. Sin embargo, iniciamos viendo una moderación importante en varios componentes del PIB en los datos para el 4T22, que indicarían una desaceleración de la actividad en el 2023.

INFLACIÓN

En enero, la inflación presentó una variación mensual de 1.78%, por debajo de las expectativas del mercado (1.87%), iniciando el año en 13.25% a/a. Aunque las presiones inflacionarias siguen siendo generalizadas, el principal contribuyente para este mes fue el rubro de transporte (0.51%), seguido por alimentos y bebidas no alcohólicas (0.49%). La trayectoria de la inflación podría estar presionada por el incremento del salario mínimo y el ajuste de precios por reintroducción de impuestos, pero podríamos ver un poco de alivio a medida que veamos una desaceleración económica.

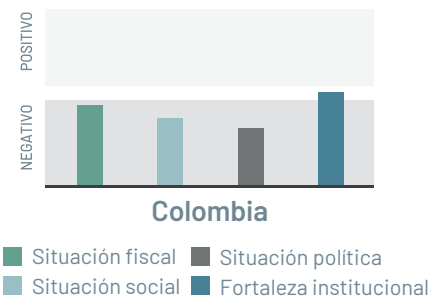
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La junta del Banco Central en enero continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 75pbs a 12.75%, menor a lo anticipado por el mercado (100pbs). Dicha decisión no fue unánime, algunos miembros votaron por un aumento de menor magnitud. Teniendo en cuenta lo anterior, ya vemos una moderación en el ritmo de ajuste de la tasa, indicando que la finalización del ciclo contractivo está cerca, sin embargo, todo dependerá de la evolución de la inflación y la economía.

TIPO DE CAMBIO

En febrero, el peso colombiano volvió a presentar una variación negativa, finalizando el mes con una devaluación de 5.13%. Dicho comportamiento estuvo explicado principalmente por la introducción de la nueva Reforma de la Salud que podría tener un impacto fiscal negativo en el país, junto con la intervención del Gobierno en los precios de los servicios públicos, que generó incertidumbre en el mercado. Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga dada las decisiones sobre la TPM del Banco Central, comentarios controversiales del Gobierno y la tendencia económica global y local.

MONITOR POLÍTICO



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

EXPECTATIVAS 2023

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	-1.1%	1.2%	7.5%
INFLACIÓN	6.8%	8.4%	10.9%
TPM	10.00%	13.00%	14.00%
FX	4,400	4,750	5,500





RENTA FIJA LOCAL

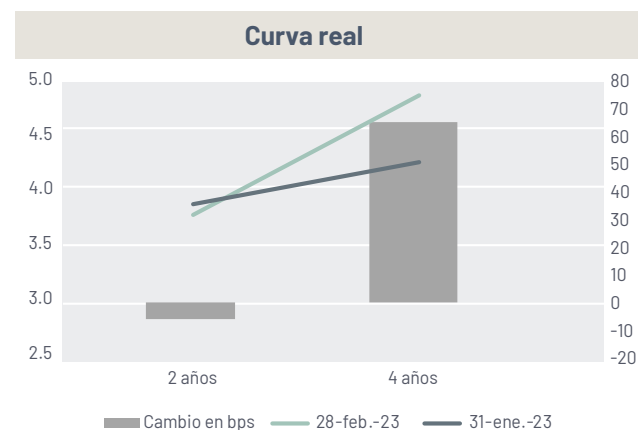
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En febrero hubo reunión de la junta directiva del Banco de la República, sin embargo, en la misma no se tomaron decisiones de Tasa de Política Monetaria, por su parte, se conoció el dato de inflación de enero el cual sigue mostrando señales de presiones en el indicador, pero que por efecto base serían marginales. La inflación anual se ubica sobre 13.25% y también se conoció el dato de crecimiento para el año 2022 que se ubicó en 7.5%, por debajo a lo esperado por el mercado que estimaba un 8%.

RENTA FIJA	FEBRERO	MARZO
Duración	N OW	N OW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	N	N

DURACIÓN

Continúa nuestra visión de neutralidad, sin embargo, mantenemos nuestro apetito de incrementar la duración de las carteras locales favoreciendo aumentos graduales sobre títulos que hagan parte del *belly* de la curva nominal, dado que, son los nodos donde observamos mayor valor relativo. Recomendamos tener precaución con los tramos largos de la curva, ya que, aunque lucen atractivos, aún se observan algunos riesgos no menores que podrían generar presiones en la curva.



CURVA

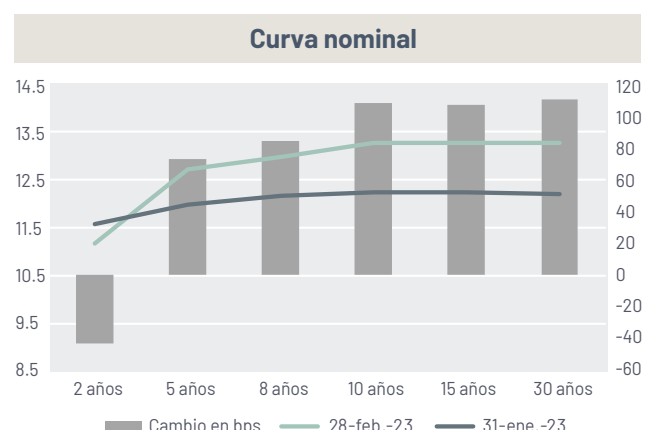
La curva soberana se ha empujado debido a desvalorizaciones de la parte larga, sin embargo, continuamos con nuestra tesis de favorecer el *belly*, ya que consideramos que los riesgos idiosincráticos siguen siendo altos. Por su parte, la curva corporativa se ha valorizado debido al cierre gradual del *spread* que mantenía con respecto a la deuda soberana y que se encontraba en niveles históricamente altos. La curva OIS presentó desvalorizaciones en lo corrido del mes a lo largo de la curva de 140pbs en promedio. La curva descuenta 25pbs en la próxima reunión y una tasa terminal del 13.25%.

CORPORATIVOS

Aunque actualmente el *spread* de deuda de la curva corporativa en comparación con la curva soberana se ha venido comprimiendo, desde niveles históricamente altos cercanos a los 600pbs para emisores calificados AAA, los *spreads* actuales continúan siendo atractivos (350pbs) y están lejos de su promedio histórico de 100pbs a 120pbs, razón por lo cual favorecemos posiciones en instrumentos corporativos AAA sobre títulos soberanos.

REAL VS. NOMINAL

Para periodos de tenencia de corto plazo no mayor a 1.5 años, continuamos favoreciendo títulos indexados, por el contrario, para plazos mayores recomendamos títulos nominales ya que considerando que la inflación podría verse presionada al alza, por efecto base su contribución a la inflación anual sería marginal. Adicionalmente, no descartamos que durante el primer trimestre del año la inflación llegue a su pico, dando espacio a una desaceleración en el indicador, la cual consideramos será un poco más lenta a lo esperado por el mercado.





RENTA VARIABLE LOCAL

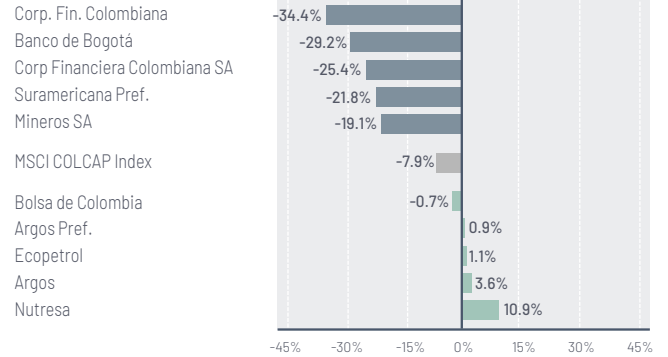
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de febrero, el mercado local presentó un retroceso de 6.2% m/m en moneda local, explicado principalmente por un aumento en la percepción de riesgo frente a otros países de la región. En los sectores con peor desempeño se encuentran el segmento de conglomerados, donde las compañías con exposición a obras de construcción civil e infraestructura presentaron los peores retornos (-31% m/m) tras los anuncios realizados por parte del Gobierno para congelar las tarifas de los peajes a nivel nacional. Por su parte, los sectores de mejor desempeño fueron petróleo (+4.8% m/m) y consumo básico (+11.5% m/m). El primero de ellos por la más reciente expectativa de dividendos que serían aprobados en las asambleas ordinarias de marzo, y el segundo por mejores pronósticos en el desempeño financiero para los siguientes meses en un ambiente de menor crecimiento económico.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Continuamos con el sesgo positivo en el sector *oil & gas* producto de una dinámica estable en el precio de los *commodities* a niveles por encima del promedio de los últimos 5 años y la devaluación del COP. El optimismo en el sector financiero cada vez se ve más reducido, pero destacamos la selectividad en un sector que podría duplicar el pago de los dividendos gracias a los buenos resultados acumulados en los últimos 12 meses. El sector de servicios públicos continúa como uno de los menos atractivos, producto de la política intervencionista que puede tomar el Gobierno sobre la regulación de largo plazo.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



RENTA VARIABLE	FEBRERO	MARZO
Energía	OW	OW
Materiales	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Consumo básico	UW	UW
Financiero	N	N
Telecomunicaciones	UW	UW
Utilities	N	N

