

MARZO 2024

One House View

Buenos datos son bien recibidos: positivo desempeño de activos de riesgo a pesar de tasas al alza

CONTENIDO

01 Escenario económico internacional >

02 Perspectivas internacionales >

03 Análisis por países >

México

Chile

Colombia

Perú

Uruguay

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

01 ESCENARIO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Sorpresas inflacionarias continúan moderando expectativas de política monetaria durante febrero

El mes de febrero estuvo marcado por un importante ajuste en las expectativas de mercado para el futuro de la política monetaria en las principales economías del mundo, impulsado por sorpresas al alza en datos macro en Estados Unidos. La primera corrección vino dada sobre comienzos de mes, tras la publicación de los datos de mercado laboral de enero, que con una creación de 353 mil nuevos puestos de trabajo y una tasa de desempleo que se mantuvo invariada en 3.7% continuaron reflejando una solidez mayor a la esperada, generando preocupación por una eventual reacceleración que pueda incomodar a la Reserva Federal en su proceso de normalización de política monetaria. Por otra parte, un segundo ajuste tuvo lugar una vez conocidas las cifras de inflación del primer mes del año, que sorprendieron al alza con una variación interanual del 3.1% en el nivel general de precios y una tasa de inflación subyacente del 3.9%. Lo anterior, sumado a incrementos en los índices de precios al productor, terminó de descartar las probabilidades de cambios para las próximas reuniones de la FED, empujando las expectativas de comienzo en los ajustes en la tasa de referencia hacia mediados de año.

| RECOMENDACIÓN | ENERO | FEBRERO | MARZO |
|---------------------------------|-------|---------|-------|
| RENTA VARIABLE DM | = | = | = |
| EE. UU. | = | = | = |
| Eurozona | = | = | = |
| Japón | = | = | = |
| RENTA VARIABLE EM | = | + | + |
| Asia ex-Japón | = | = | = |
| Latinoamérica | = | + | + |
| RENTA FIJA INTERNACIONAL | = | - | - |
| Tesoro Americano | = | - | - |
| Grado de inversión | + | + | = |
| Alto devengo | - | - | - |
| Deuda emergente moneda dura | = | = | + |
| Deuda emergente moneda local | = | = | = |

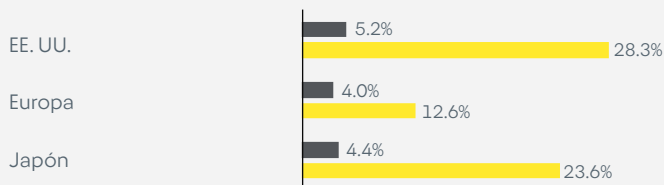
02 PERSPECTIVAS INTERNACIONALES

Mantenemos la preferencia por activos de riesgo ante buenas perspectivas económicas y corporativas

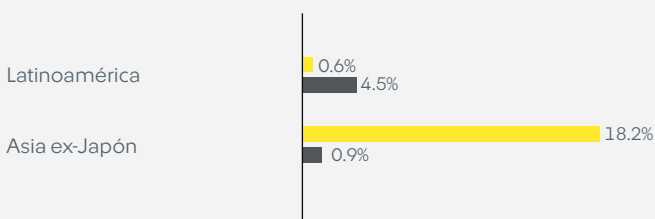
A pesar de que la fortaleza observada en los datos macroeconómicos corrió en el tiempo las expectativas del inicio de recorte en la Tasa de Política Monetaria, durante el mes de febrero volvió a observarse una dinámica en la cual, para los mercados de Renta Variable, las buenas noticias económicas fueron tomadas con positividad, rompiendo con lo observado durante los últimos dos años, en los cuales el buen desempeño económico era visto, principalmente, como una amenaza para la inflación. En línea con la expectativa de una continuidad en esta ten-

dencia y en la solidez observada en la economía global, mantenemos nuestra preferencia por la Renta Variable, activo que sobreponderamos respecto a la Renta Fija. Con relación a la deuda, traíamos un posicionamiento neutral en duración, a la espera de un ajuste que alinease las expectativas de mercado a nuestra visión para la trayectoria de los tipos de referencia. Si bien durante el último mes se materializó esta corrección, entendemos que la volatilidad en tasas podría persistir en el corto plazo, por lo cual mantenemos nuestra neutralidad, aguardando un mejor punto de entrada para movernos hacia duraciones más largas.

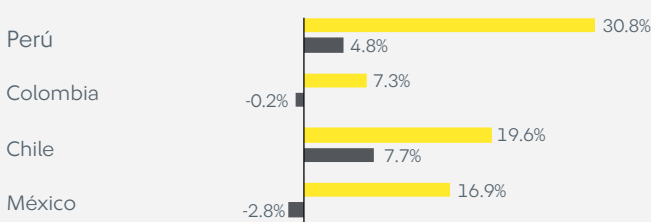
MERCADOS DESARROLLADOS



MERCADOS EMERGENTES



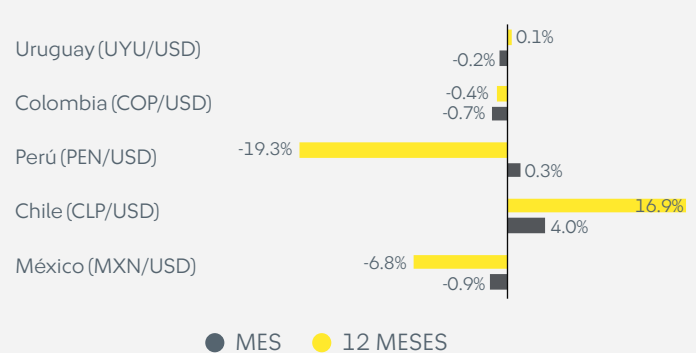
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



Retornos expresados en dólares



03 ANÁLISIS POR PAÍSES

Nueva toma de ganancias, Banxico y ruido electoral

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El PIB 4T23 estuvo en línea con lo divulgado preliminarmente en enero: un avance de 0.1%, colocando el crecimiento anual en 2.5%. Con este dato, el crecimiento de 2023 fue de 3.2%. Sin embargo, el IGAE de diciembre mostró estancamiento (-0.05%) que, sumado a las contracciones de los 2 meses anteriores en este indicador, revela una súbita desaceleración en la economía mexicana. Es de esperar que esta se corrija durante el año, derivado del importante impulso fiscal y electoral.

INFLACIÓN

La inflación de la primera quincena de febrero mostró mejoría (-0.1%) respecto a las lecturas pasadas, aunque motivado por una contribución negativa de la inflación no subyacente (-1.1%, explicado por una caída en alimentos), pues la inflación subyacente (0.24%) sigue con un impulso fuertemente desalineado del objetivo inflacionario. Esto es más evidente en la inflación de servicios, que típicamente es más sensible a las presiones de demanda y salarios, y cuya tendencia al alza data desde julio del año pasado.

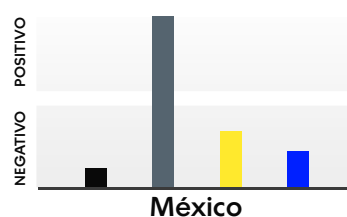
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Banxico decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 11.25%. La Junta ya no espera “mantener la tasa en su nivel actual por cierto tiempo”, si no que ahora “evaluará la posibilidad de ajustar la tasa” en las siguientes reuniones. Con ello, Banxico mantiene abierta la posibilidad de recorte en su reunión de marzo. Asimismo, las minutas revelaron la dispersión de opiniones respecto al mejor momento para iniciar los recortes, aunque la mayoría se decanta por iniciar en marzo y de forma gradual.

TIPO DE CAMBIO

Pese al ligero fortalecimiento global del dólar, el peso se apreció durante febrero. La posibilidad de recortes por parte de Banxico, incluso con la postergación del primer recorte de la FED, no tuvo un efecto discernible. Sin embargo, es altamente probable que veamos volatilidad si Banxico inicia un ciclo de recortes en un entorno de expectativas desancladas, presiones salariales, impulso fiscal y una FED menos relajada. Estos negativos deberán ser compensados con un carry que seguirá siendo atractivo.

MONITOR POLÍTICO



- Situación fiscal
- Situación política
- Situación social
- Fortalecimiento institucional

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

EXPECTATIVAS 2024

| VARIABLES | MÍNIMO | MEDIO | MÁXIMO |
|-----------|--------|-------|--------|
| PIB | 1.8% | 2.3% | 3.2% |
| Inflación | 3.50% | 4.20% | 4.87% |
| TPM | 8.25% | 9.30% | 10.25% |
| FX | 16.00 | 17.70 | 18.80 |

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

La curva de MBonos sufrió alzas y empinamiento en sus nodos cortos y medios, mientras los largos mostraron algo de lateralidad. Esta conducta contrastó con lo observado en los papeles del Tesoro y otras curvas de rendimiento internacionales, presumiblemente explicado por el optimismo que Banxico denotó en sus minutas más recientes y la posibilidad de que finalmente inicien su ciclo de recortes. Sopesamos lo anterior con los riesgos de que se cometa un error de política monetaria, manteniendo la visión neutral.

DURACIÓN

La duración volvió a verse perjudicada con los incrementos en tasas a nivel global, pero los instrumentos locales mostraron una importante resiliencia. Es de esperar que el inminente inicio del ciclo de recortes beneficie esa estrategia, aunque una relajación de la inflación y la actividad en EE. UU. sumado a la correspondiente reacción favorable de la FED, serán condiciones necesarias para ello.

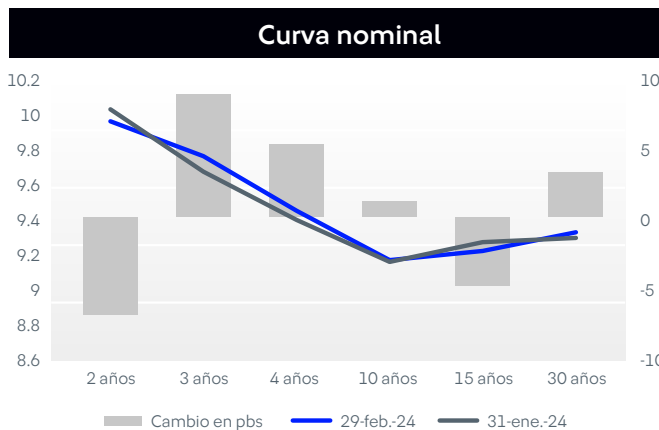
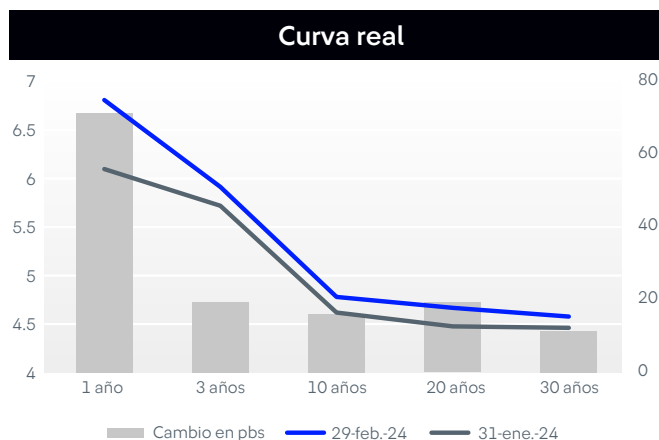
CORPORATIVOS

El *spread* corporativo se ha comprimido de forma importante por el efecto de alta liquidez y poca oferta. Su nivel se encuentra ya en mínimos contra su historia. Dada la desaceleración registrada en 4T23 y una temporada de resultados corporativos que revela un estado de salud deteriorado, optamos por neutralizar la sobreponderación en deuda corporativa.

REAL VS. NOMINAL

Los Udibonos tuvieron un comportamiento más pobre que los MBonos durante febrero, a cuenta de una firme caída de la inflación de alimentos en la primera quincena que generó una lectura deflacionaria. Derivado de ello, el alza en las tasas reales se concentró en los nodos cortos y medios. Las inflaciones implícitas en los cortos muestran atractivo, lo que nos motiva a relajar la subponderación en este tipo de instrumentos de cara a los riesgos inflacionarios que siguen siendo elevados.

| RENDA FIJA | FEBRERO | MARZO |
|--------------|---------|-------|
| Duración | OW | OW |
| Corporativos | OW | N |
| Tasa real | UW | UW |



RENDA VARIABLE LOCAL

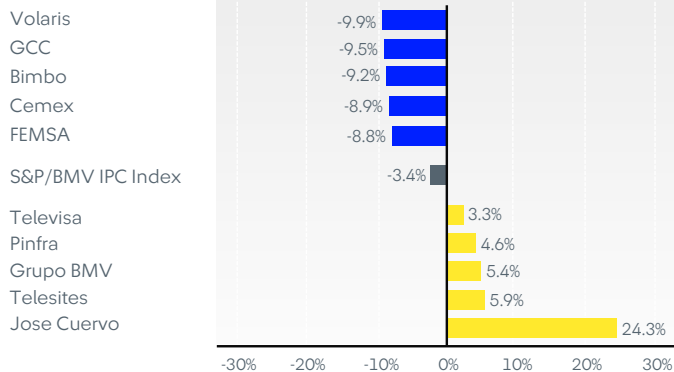
ANÁLISIS DE MERCADO

El IPC retrocedió durante febrero, en contraste con otras bolsas internacionales. El deterioro se debió a la toma de ganancias tras el rally de la última semana de enero y la primera de febrero. La bolsa ha sufrido una importante volatilidad en el último trimestre, y aunque el balance ha sido positivo al registrarse nuevos máximos, se aprecia fatiga en el instrumento. Sectorialmente, los desempeños fueron dispares: telecomunicaciones, discrecionales y financieros mostraron avances, pero materiales, consumo básico e industriales cerraron con caídas.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

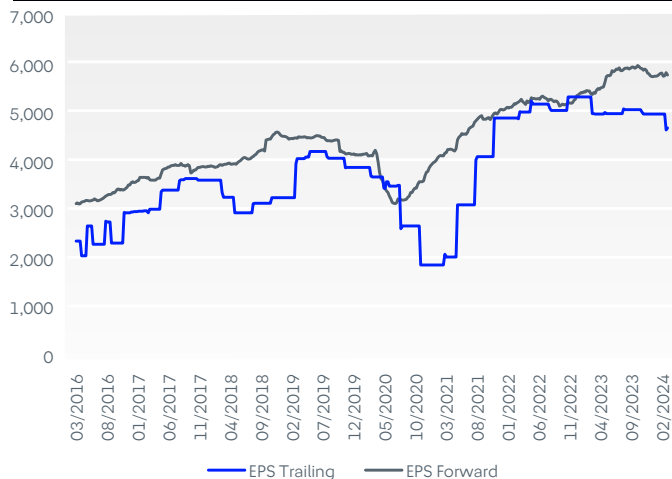
Mantenemos la visión neutral. Los resultados corporativos del 4T23 han sido decepcionantes en general, las utilidades esperadas no se revisan más al alza, la estructura de costos para las empresas se ha visto presionada por la inflación salarial y ésta amenaza con no ceder a cuenta de numerosas propuestas de política pública que incrementarán el costo de la contratación formal, el ruido electoral se elevará con el inicio de las campañas en México, el avance de D. Trump en las primarias republicanas, y las valorizaciones que no son atractivas. Por el otro lado, el crecimiento esperado se mantiene en terreno positivo y el sentimiento sigue siendo favorable por el *nearshoring*.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



Mes sobresaliente en bolsa, pero sin respiro en tasas y moneda

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Conforme al IMACEC, el crecimiento durante enero fue de 1.7%, por encima del consenso de 0.7% y del -1% previo. El avance fue general entre sectores, aunque minería destacó con un crecimiento de 6% en el mes. Las expectativas de crecimiento para 2024 se mantuvieron en 1.9%, aunque 2023 fue revisado ligeramente a la baja, mostrando ahora una variación de -0.1%. El ciclo de recortes del BCCh y la estabilización del crecimiento chino serán los principales determinantes de la reactivación en ciernes.

INFLACIÓN

La inflación de enero más que compensó la deflación de diciembre al avanzar 0.7%, por encima de expectativas de 0.4%. El resultado se explica por la disipación de los descuentos de diciembre en bienes y depreciación cambiaria. No se divulgó el indicador subyacente, debido a los cambios de base que sufrieron los indicadores, aunque se estima un fuerte avance de 0.8%. Al respecto del cambio de base, utilizando el índice anterior, la inflación anual se ubicó en 3.8%, y en el nuevo, en 3.2%.

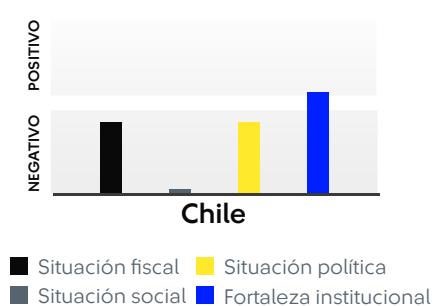
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En las minutas de la última reunión de política monetaria, donde el BCCh recortó la tasa de referencia en 100pbs, se reveló un tono más relajado, con un miembro optando por recortar en 150pbs. Probablemente esto se debió a los datos de actividad e inflación de diciembre, que fueron muy débiles. Dado que enero mostró recuperación en ambos frentes, es de esperar que el BCCh mantenga su política de recortes en el orden de 75pbs - 100pbs, hasta llegar a una tasa cercana a la de la FED a fines de año.

TIPO DE CAMBIO

Seguimos neutrales. El tipo de cambio mantiene su tendencia de depreciación por cuenta de un BCCh en fuerte ciclo de recortes y la postergación del inicio del ciclo de recorte americano. Esto a pesar de que, en promedio, el precio de los metales industriales cerró el mes prácticamente sin cambios respecto al cierre de enero, y un carry que, aunque comprimiéndose rápidamente, mantiene algo de atractivo. Los pronósticos siguen mostrando una apreciación para fines de año, en el rango de 3.5% respecto al cierre de mes.

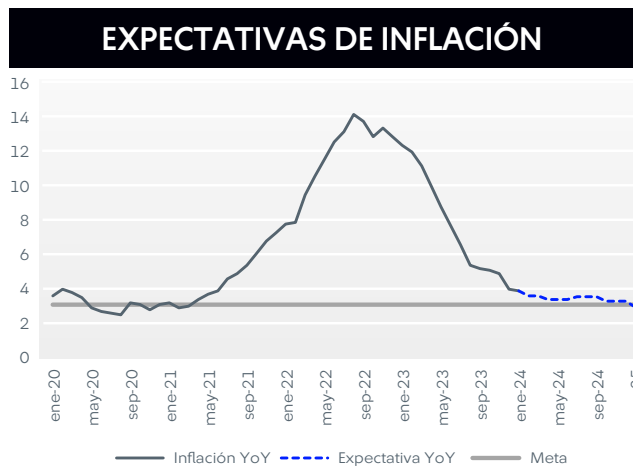
MONITOR POLÍTICO



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 2024

| VARIABLES | MÍNIMO | MEDIO | MÁXIMO |
|-----------|--------|-------|--------|
| PIB | 1.5% | 1.9% | 2.5% |
| Inflación | 2.80% | 3.20% | 3.89% |
| TPM | 3.75% | 4.45% | 5.25% |
| FX | 750 | 890 | 984 |



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENDA FIJA LOCAL

Nuevamente, la curva de rendimientos tuvo un mes retador. En el caso de las tasas nominales, se vieron alzas en nodos medios y largos, así como empujamiento en su segmento medio; la tasa del papel a diez años subió 21pbs, al igual que su referente norteamericano. La estrategia sigue privilegiando la Renda Fija local, pero es claro que, hasta no materializarse un descenso de la inflación y la actividad en EE. UU., esta familia de instrumentos seguirá estando presionada.

DURACIÓN

La estrategia de duración se mantiene favoreciendo tasas de largo plazo, a pesar del incremento global y local. Las tasas de mediano y largo plazo ofrecen valor vía revalorizaciones, al encontrarse en niveles distantes a la expectativa de la TPM para este y el siguiente año. Sin embargo, la tasa base (los papeles del Tesoro) necesita reducirse para que esto ocurra, dado que el *spread* soberano chileno se ve comprimido en estos nodos.

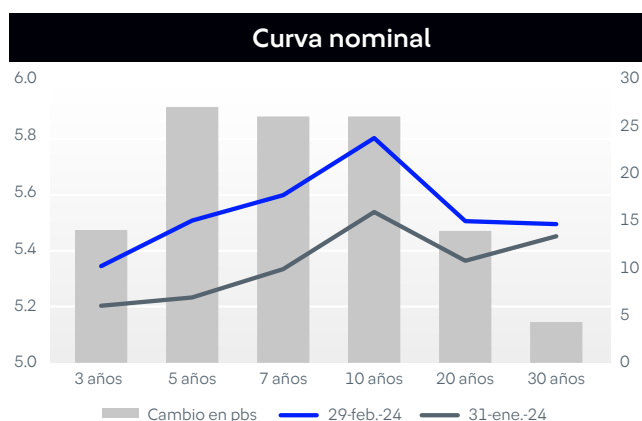
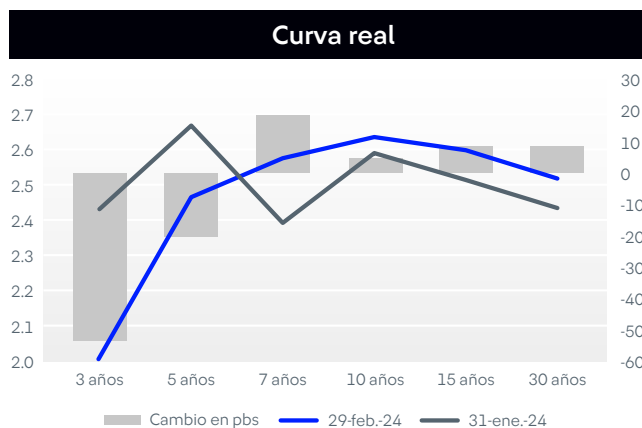
CORPORATIVOS

Se mantiene la preferencia por papeles corporativos al seguir ofreciendo liquidez y *spreads* atractivos en un entorno de papeles soberanos cuyo *carry* seguirá reduciéndose. En febrero observamos una compresión marginal de *spreads*, a pesar del entorno de alza en tasas, explicado por la reactivación económica y mayor apetito por esta clase de activos.

REAL VS. NOMINAL

La inflación general anual sigue su trayectoria descendente, pero secuencialmente se aceleró con el inicio de año; así mismo, el cambio de base en la medición de inflación impidió la divulgación del indicador subyacente, pero se estima que ésta se deterioró también. Transitoriamente, se espera una aceleración de la inflación de la cual optamos por sacar provecho, sobreponderando los instrumentos reales sobre los nominales.

| RENDA FIJA | FEBRERO | MARZO |
|--------------|---------|-------|
| Duración | OW | OW |
| Corporativos | OW | OW |
| Tasa real | UW | OW |



RENDA VARIABLE LOCAL

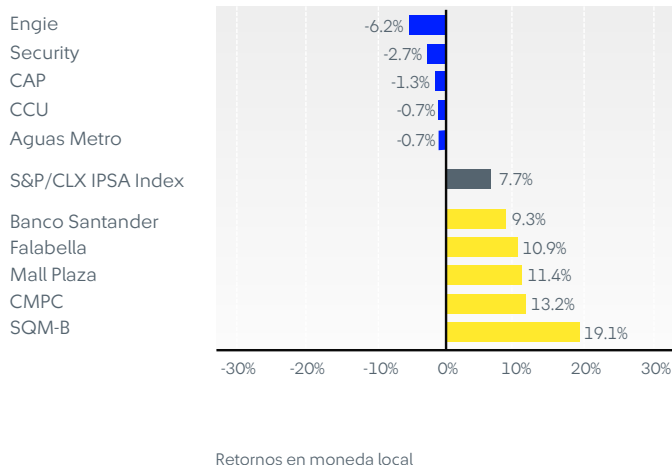
ANÁLISIS DE MERCADO

Febrero fue un buen mes para la Renta Variable local, al retornar 7% y compensar con ello el retroceso de enero, alcanzando nuevos máximos históricos. El avance fue generalizado, pues todos los sectores mostraron retornos positivos, algunos de ellos de dos dígitos (particularmente industriales, gracias al buen desempeño de SQM). Sin embargo, con 16 de 29 empresas en el índice divulgando resultados corporativos del 4T23, los resultados han sido mixtos o negativos en lo general; destaca el caso de SQM por su tamaño y la decepción tanto en términos de crecimiento de ventas y utilidades, como en sorpresas respecto al consenso.

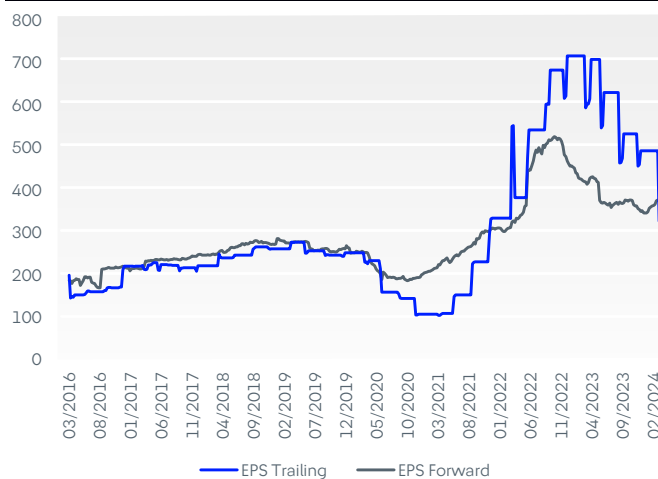
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Pese a estar en máximos, las valuaciones del IPSA siguen mostrando atractivo contra su historia y sus pares, y las revisiones positivas en las expectativas de crecimiento de utilidades persisten. Sin embargo, la historia del litio está perdiendo notoriedad con la disminución de las estimaciones de ventas de vehículos eléctricos a nivel global y la sobreoferta del mineral, impactando negativamente sobre su precio; a su vez, la decepcionante temporada de resultados posiblemente limite las revisiones positivas de utilidades y la mejora del sentimiento. A esto se suman riesgos regulatorios con la discusión de una nueva Reforma Tributaria que busca incrementar la carga impositiva. En consecuencia, aunque mantenemos la sobreponderación a la bolsa, tenemos cada vez mayor cautela frente a estos factores.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



Activos locales sufren desvalorizaciones en medio de datos económicos decepcionantes

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El PIB creció 0.3% en el Q4 2023, por debajo del 1% esperado por el mercado, y el aumento del PIB para el año 2023 en conjunto fue sólo del 0.6%, el más bajo del siglo, excluyendo la pandemia. Lo anterior estuvo jalonado por un desplome del 25% en la inversión local, lo que empeora el panorama de crecimiento del 2024. El Indicador de Seguimiento a la Economía de diciembre de 2023 tuvo un aumento interanual del 0.12%, algo decepcionante, considerando que el mercado esperaba una subida del 0.8%.

INFLACIÓN

La inflación de enero fue de 0.91%, menor al 0.95% esperado y superior al 0.45% de diciembre. El aumento de la variación mensual se explica principalmente por la subida de precios de transporte (1.99%) y de restaurantes y hoteles (1.72%). La inflación interanual se situó en 8.35%, el menor valor obtenido desde febrero del 2022 (8.01%), con lo que se cumplen 10 meses consecutivos con descensos en esta métrica, que se espera que siga descendiendo hasta alcanzar un valor de 3.83% para diciembre.

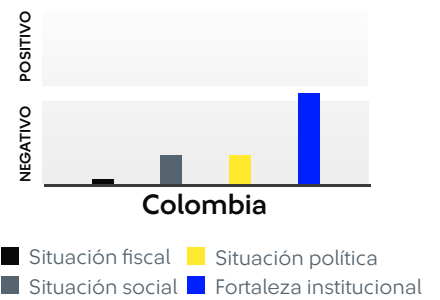
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Banco de la República tomó la decisión de disminuir la TPM en 25pbs, dejándola en un 12.75%. Aunque el mercado estaba bastante dividido entre una disminución de 25pbs o 50pbs, mostraba una mayor inclinación hacia una disminución de 50pbs. Cabe añadir que el mercado espera que la TPM cierre este año con un valor alrededor del 8%. Consecuentemente, y considerando que la expectativa de que la inflación siga disminuyendo, se espera que los recortes de las tasas sean más grandes en los próximos meses.

TIPO DE CAMBIO

En febrero, la paridad USD/COP subió aproximadamente 15 pesos, cerrando en \$3,927, lo que representa una valorización del 0.39%. La desvalorización del peso fue modesta, considerando la tendencia global del dólar, evidenciada con el aumento del 0.84% en el índice DXY. Esperamos que la tasa USD/COP se siga fortaleciendo, dado el bajo crecimiento proyectado de Colombia, el riesgo político y la expectativa de reducción de tasas de interés, factores que hacen poco atractivo al peso colombiano.

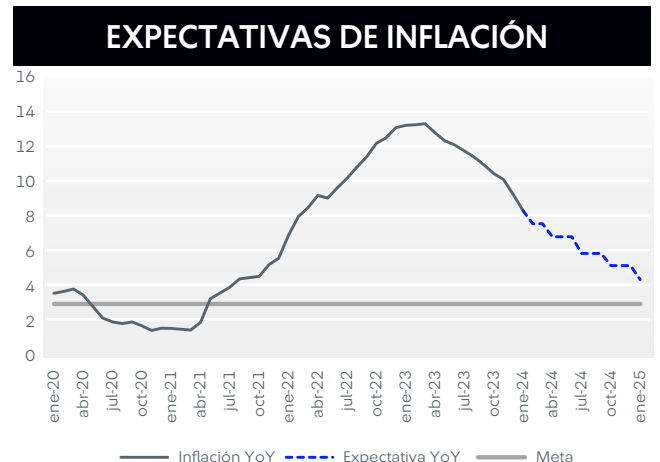
MONITOR POLÍTICO



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 2024

| VARIABLES | MÍNIMO | MEDIO | MÁXIMO |
|-----------|--------|-------|--------|
| PIB | 0.2% | 1.5% | 2.1% |
| Inflación | 4.50% | 5.20% | 5.88% |
| TPM | 7.00% | 8.65% | 10.50% |
| FX | 3,700 | 4,178 | 4,400 |



RENDA FIJA LOCAL

DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En línea con las desvalorizaciones de los mercados de Renta Fija global, la Renta Fija colombiana sufrió pérdidas en febrero. Con lo anterior, la curva se empinó de modo que para el plazo de 2 años la curva de TES Tasa Fija tuvo un descenso de 4pbs, mientras los demás plazos presentaron aumentos de entre 20pbs y 55pbs. Además, la curva UVR registró un aumento de entre 15pbs y 30pbs. Este comportamiento se dio como consecuencia del ajuste en las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED.

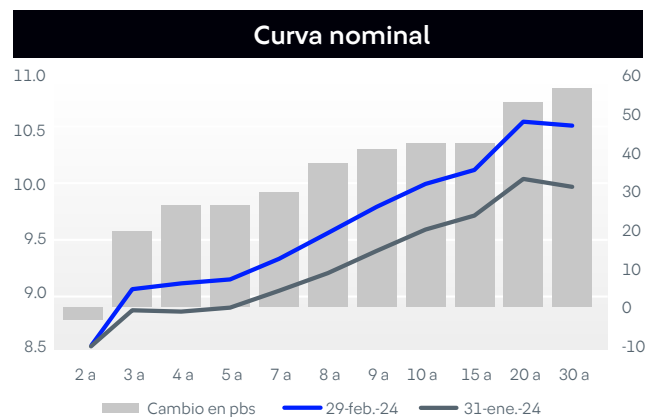
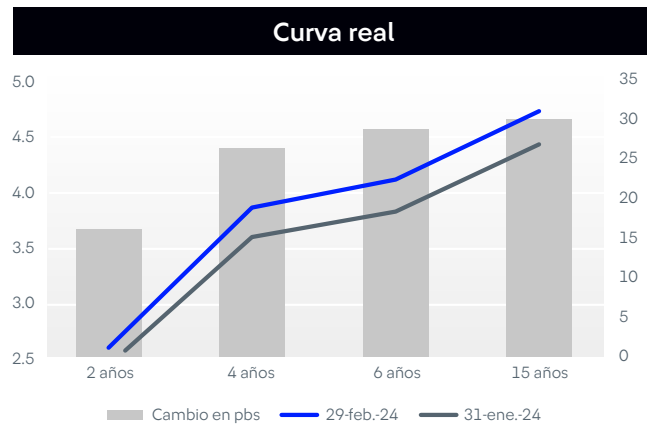
DURACIÓN

La pendiente de la curva de rendimientos continúa elevada y se empinó aún más en el último mes, lo que nos lleva a esperar valorizaciones en los títulos a largo plazo, mientras que vemos a los de corto plazo en valores justos. Además, el reciente recorte en las tasas de interés fue de solo 25pbs, por lo que el mercado anticipa recortes más agresivos en el futuro. Consecuentemente, estamos reforzando nuestra postura positiva respecto a la duración en la Renta Fija local.

REAL VS. NOMINAL

Mantenemos preferencia por las tasas nominales sobre las reales. A pesar de la expectativa de que la inflación continuará bajando, pre vemos que esta no alcanzará su valor objetivo hasta el segundo semestre del próximo año. Además, la inflación implícita de los títulos con tasa real, que para el nodo de 5 años se ubica en 3.92%, es muy superior a la inflación efectivamente esperada, lo que nos hace estimar poco margen de valorización frente al potencial que observamos en las tasas nominales.

| RENDA FIJA | FEBRERO | MARZO |
|------------|---------|-------|
| Duración | OW | OW |
| Tasa real | UW | UW |



RENDA VARIABLE LOCAL

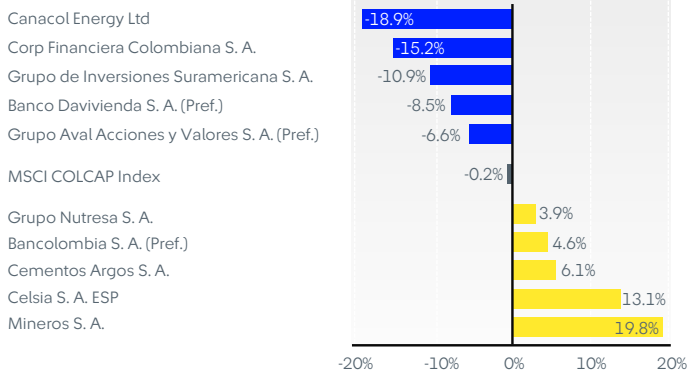
ANÁLISIS DE MERCADO

Contrario a la tendencia de los últimos 3 meses, en febrero las acciones colombianas tuvieron un desempeño deficiente, con el índice MSCI COLCAP perdiendo un 0.15%, para cerrar en un nivel de 1,274 puntos. Dicho retorno está muy por debajo del rendimiento del ACWI, que creció un 4.3% durante el mes. Este comportamiento marca una pausa que encontramos alineada a unos fundamentales retardores, aunque estuvo en concordancia con la región, representada en el índice MSCI LATAM que también disminuyó en un 0.15%.

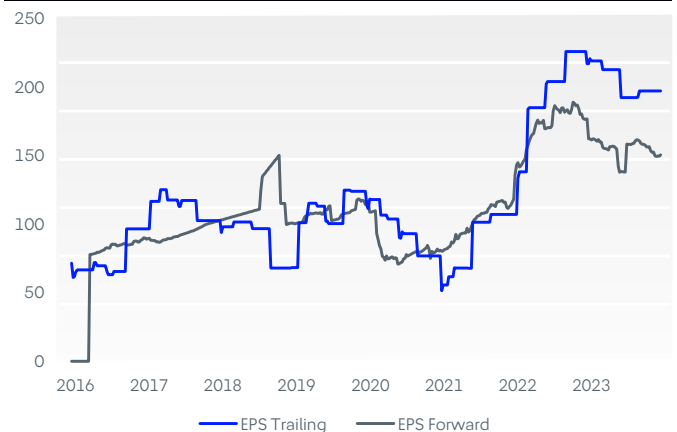
¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Modificamos nuestra postura de neutral a negativa en Renda Variable local, después de la fuerte subida registrada desde noviembre, la cual financiamos con una mayor sobreponderación al resto de Latinoamérica, manteniendo nuestra exposición al mercado de Renda Variable emergente y específicamente a la región. Lo anterior considerando el pobre crecimiento y baja inversión del país en 2023, que nos señala un panorama desfavorable para el crecimiento futuro. La caída en utilidades corporativas del 2023, la expectativa de bajo crecimiento en 2024 y la incertidumbre política refuerzan nuestra nueva postura.

Mejores/Peores desempeños del mes



EPS Trailing & Forward



Visión positiva en activos locales y neutral en el sol, gracias a menores ruidos globales

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La producción nacional devolvió parte de los avances registrados en noviembre, al contraerse 0.59% en diciembre. La métrica anual retrocedió 0.74%, por debajo del avance esperado de 0.3% y del registro anterior. Pesca, manufactura y servicios fueron los principales detractores, los dos primeros causados por un clima adverso. Por otro lado, la minería mostró un crecimiento de 3.6%. Así, la variación en 4T23 fue de -0.4% anual, mientras que para todo el año fue de -0.6%.

INFLACIÓN

Las inflaciones de Lima metropolitana en enero y febrero mostraron señales mixtas, aunque el balance es negativo. Mientras que en el primero las sorpresas fueron positivas, en el segundo ocurrió lo opuesto y con creces, provocando que la inflación total anual pasara de 3.02% en enero a 3.29% en febrero. Lo análogo ocurrió en inflación subyacente, saliéndose del rango objetivo del BCRP (de 2.87% a 3.11%). Secuencialmente, la inflación total y subyacente no marcan una tendencia de mejora.

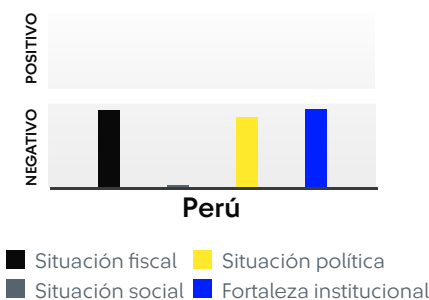
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El Directorio del BCRP redujo su tasa de referencia en 25pbs, tal como se esperaba, a 6.25%. El comunicado mantuvo el tono de los anteriores, sin guía futura clara, pero reconociendo que los riesgos asociados al fenómeno de El Niño se han reducido este año. Las expectativas de TPM para el cierre de año se mantienen en torno de 4.50%, pero ese nivel depende crucialmente de que la FED lleve su propia tasa a un nivel inferior.

TIPO DE CAMBIO

Mantenemos una opinión neutral en tipo de cambio. El sol tuvo una apreciación marginal durante el mes, pese al fortalecimiento del dólar y el retroceso del cobre. La disminución que esperamos en inflación y actividad en EE. UU., así como las señales de estabilización del crecimiento en China, darán soporte a la paridad. De otra parte, la estrategia de recortes del BCRP en los próximos meses será decisiva dados los riesgos inflacionarios y la compresión del spread entre las tasas locales y americanas.

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 2024

| VARIABLES | MÍNIMO | MEDIO | MÁXIMO |
|-----------|--------|-------|--------|
| PIB | 1.5% | 2.2% | 3.3% |
| Inflación | 2.20% | 2.70% | 3.40% |
| TPM | 4.00% | 4.50% | 5.75% |
| FX | 3.50 | 3.75 | 3.90 |



RENDA FIJA LOCAL

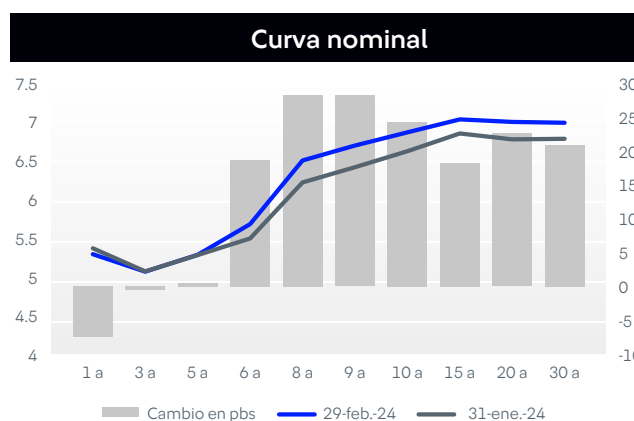
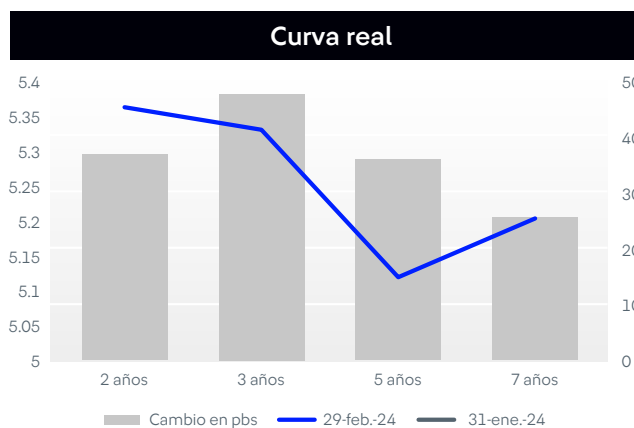
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante febrero, las tasas revirtieron el comportamiento de enero y mostraron alzas y empinamiento, en línea con el comportamiento de los papeles del Tesoro. Esperamos que, a medida que la actividad y la inflación en EE. UU. se enfríen, las tasas locales reanuden su tendencia bajista, apoyando nuestra tesis a favor de la Renta Fija local. El BCRP seguirá recortando gracias al proceso de desinflación acumulado y la notoria debilidad en actividad.

DURACIÓN

Las tasas largas mostraron volatilidad durante el mes, aunque el sesgo fue negativo, al darse incrementos en tasas que contrastaron con el recorte de la TPM y las expectativas de que mantengan el ciclo de recortes. Al respecto, es de esperar que el BCRP continúe con una postura relativa más cauta si la incipiente aceleración de la inflación se consolida, o si la FED demora más en recortar tasas. De ocurrir un cambio en la señal, ajustaremos la recomendación positiva en duración.

| RENDA FIJA | FEBRERO | MARZO |
|------------|---------|-------|
| Duración | OW | OW |



RENDA VARIABLE LOCAL

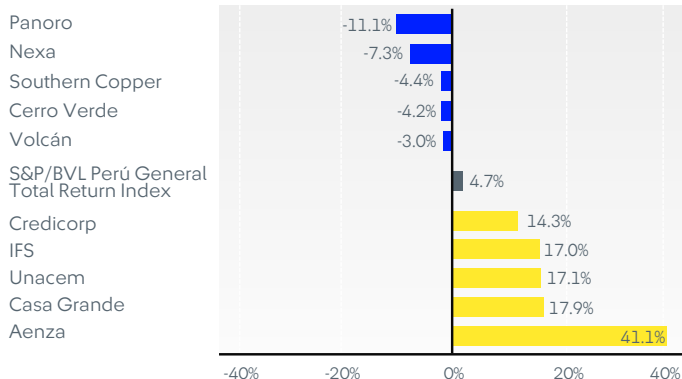
ANÁLISIS DE MERCADO

La bolsa peruana volvió a sorprender en el mes tras registrar un potente avance que contrastó con los registros de bolsas como Brasil y México. Sectorialmente, las ganancias fueron generalizadas, mostrando crecimientos de doble dígito en industriales y financieros, avances modestos en consumo y servicios públicos, y un retroceso en minería dado el comportamiento lateral de Southern Copper; la caída marginal en precios de los metales industriales en el mes y un reporte corporativo decepcionante explican este resultado.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

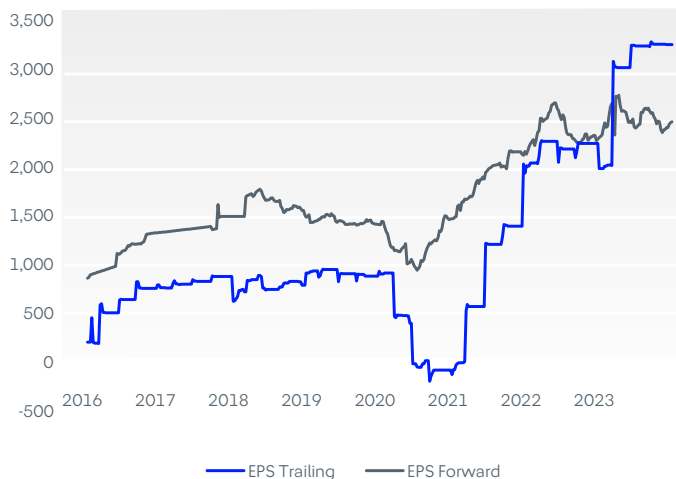
Mantenemos la visión positiva en la bolsa local, pero la convicción se ha reducido, pues a estos niveles, las valorizaciones han perdido atractivo y la temporada de resultados, aunque inconclusa, ha sido decepcionante. Dicho lo anterior, el sentimiento de mercado ha mejorado por el buen ímpetu de las acciones locales, la resiliencia de la moneda y el mejor entorno global. Asimismo, los riesgos climatológicos y de gobernabilidad que generaron disrupciones en la cadena de suministro local en 2023 no deberían repetirse en 2024. Las utilidades se han revisado positivamente y el crecimiento esperado se mantiene en terreno positivo. Súmese la política de recortes del BCRP, el mayor gasto en infraestructura anunciado, y el buen momento de la bolsa que debería mantenerse.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward





Expectativas económicas presentan mejoras y BCU mantiene la tasa estable en 9.0%

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Interrumpiendo con la tendencia reciente, el Indicador Mensual de Actividad Económica para el mes de diciembre registró una caída en términos interanuales (-0.2%), reafirmando la noción de que el crecimiento en 2023 arrojará números magros. Como contrapartida, los indicadores adelantados continúan señalando una recuperación en el 2024, con lecturas positivas para el primer mes del año que se condicen con la recuperación observada en la masa salarial y el sector exportador.

INFLACIÓN

Sorprendiendo positivamente a los mercados, la inflación de febrero registró una variación mensual de 0.64%, llevando la lectura interanual hasta un nivel de 4.71%. De esta forma, la inflación registra una caída de casi 0.40pbs respecto al comienzo del año, y se sitúa cerca del punto medio del rango meta. Por otra parte, la inflación subyacente, que excluye precios volátiles para capturar la tendencia, se ubicó en 4.47%, registrando un ligero aumento respecto a enero.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En línea con lo esperado por los mercados, en su reunión de febrero el Comité de Política Monetaria del Banco Central mantuvo la tasa de referencia sin cambios en 9.0%, un nivel ligeramente contractivo al considerar la estimación de la institución para la tasa neutral y las expectativas de inflación del consenso. De cara al 2024, podrían observarse moderados recortes adicionales en la TPM, condicionales a la continuidad en el proceso des inflacionario y de convergencia en las expectativas.

TIPO DE CAMBIO

Continuando con la tendencia observada en los últimos meses, y a pesar de los movimientos dispares entre las tasas locales y las referencias internacionales, con las primeras cayendo y las tasas en Estados Unidos presentando importantes correcciones al alza, el peso uruguayo continuó fortaleciéndose durante el mes de febrero, cerrando el período con una cotización del dólar en \$39.05, registrándose de esta manera una apreciación del 0.30% en la moneda local.



RENDA FIJA LOCAL

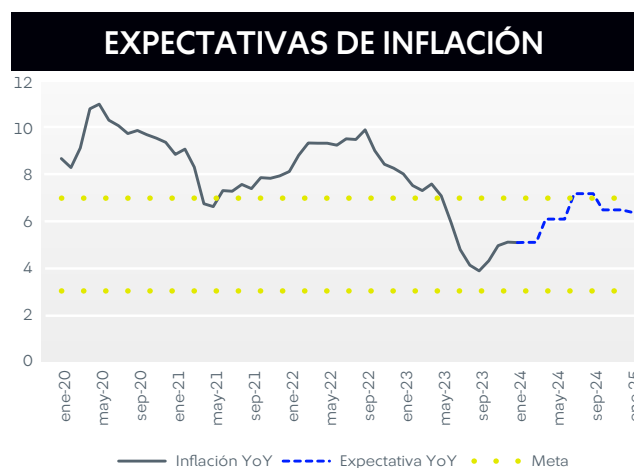
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En línea con el mayor nivel de inflación que suele observarse en el comienzo de año, y con la escasa liquidez que presenta el mercado local, la demanda de UI durante febrero impulsó a la baja los rendimientos reales, principalmente en el tramo más corto de la curva, con los nodos menores a un año corrigiendo entre 40pbs y 60pbs. Las tasas nominales, por su parte, también presentaron importantes correcciones a la baja, con la excepción del nodo a un año, que se mantuvo relativamente estable.

| RENDA FIJA | FEBRERO | MARZO |
|------------|---------|-------|
| Duración | OW | OW |
| Tasa real | UW | UW |

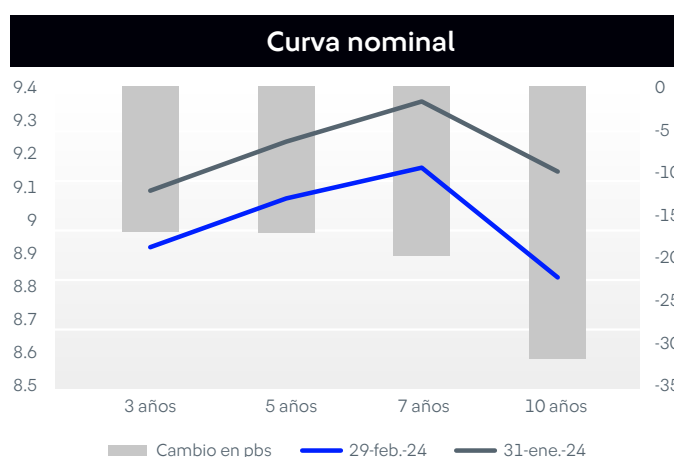
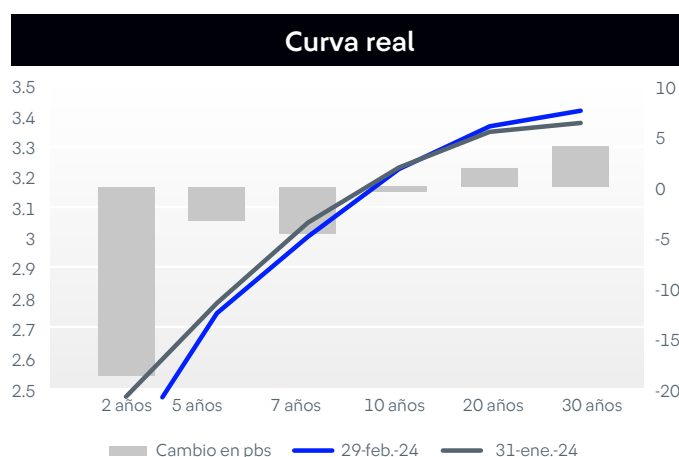
DURACIÓN

Los movimientos a la baja observados durante el mes en las tasas nominales no produjeron ajustes materiales en la pendiente de la curva, que aún se mantiene relativamente aplanada. Frente a esto, esperaríamos caídas adicionales que generen un mayor empinamiento en la figura. En línea con lo anterior, y considerando el tramo más líquido de la curva (cuya duración es baja), mantenemos para nuestros portafolios de Renta Fija local un leve sesgo largo en duración.



NOMINALES VS. REALES

Los importantes ajustes a la baja observados durante febrero en las tasas reales resultaron en una inflación implícita en las curvas de mercado que supera tanto nuestras expectativas como las del Banco Central. Ante este escenario, continuamos sobreponderando las tasas en pesos nominales por sobre las reales, aguardando un mejor punto de entrada para movernos hacia un posicionamiento más neutral.



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.