

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

Agosto 2022

One House View

Alta volatilidad por riesgos de recesión y fuerte inflación

Contenido

1 | Resumen de la estrategia 

2 | Estrategia de inversiones 

3 | Estrategia Latinoamérica 

4 | Análisis por países

México 

Chile 

Perú 

Colombia 

Uruguay 

6.17 8.42



Síguenos en LinkedIn



y entérate de nuestras novedades



1. RESUMEN DE LA ESTRATEGIA

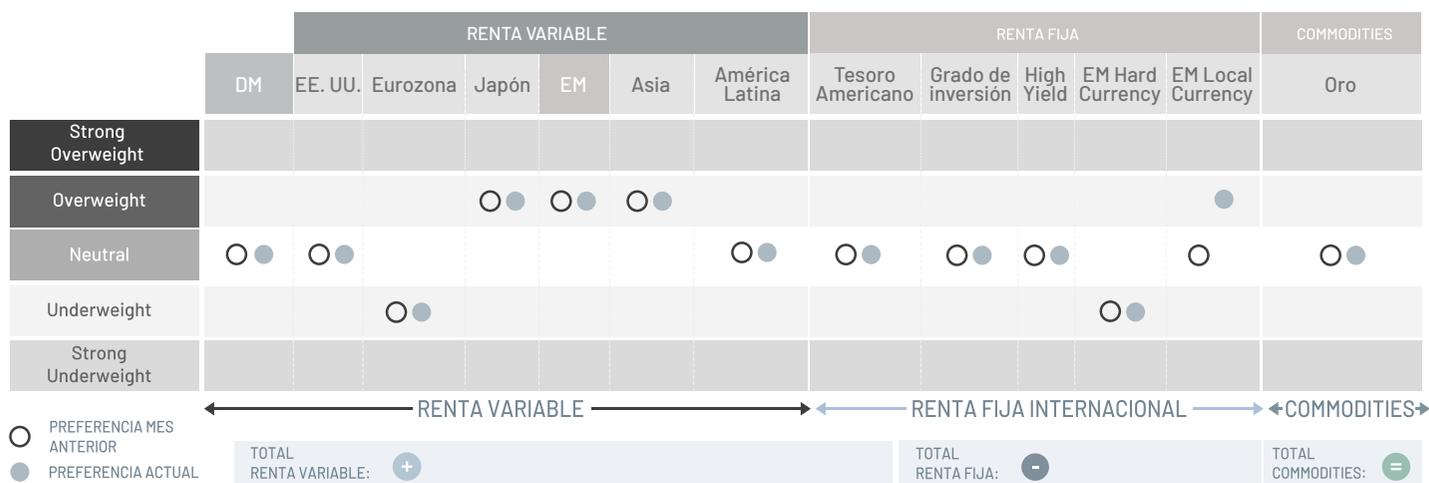
Mantenemos la estrategia sin cambios

En julio decidimos mantener la estrategia sin cambios. El desalentador desempeño de la actividad global, que incluso amenaza con convertirse en una recesión, gatilló durante junio un posicionamiento más defensivo,

acotandolaconvicciónenlarentavariabletal como se explicó en nuestro reporte pasado. Vimos y seguimos viendo oportunidades en la selectividad en un horizonte de corto plazo, por lo que conservamos un leve largo en la renta variable expresado en Asia (Japón y mercados emergentes), producto de lo que se espera sea un mejor segundo semestre una vez que las mejores condiciones de movilidad en China se vean reflejadas en los datos macroeconómicos. Por ende, mantenemos una postura neutral en el índice accionario americano y la subponderación en la Eurozona.

Dentro de la renta fija, mantenemos

el neutral en los Tesoros americanos ante la falta de claridad en las señales que nos entrega el activo y el contexto macroeconómico. En crédito corporativo americano, mantenemos una posición neutral en el agregado, pero en cuanto a selectividad preferimos deuda *High Yield* por encima de la deuda grado de inversión, por los buenos fundamentales de los primeros y una visión menos pesimista de recesión para lo que resta del año. En la deuda emergente, preferimos los papeles emitidos en moneda local respecto a los emitidos en moneda dura por la importante concentración de activos asiáticos del primero.



Visión de Latinoamérica y posicionamiento.

Dentro de nuestra cartera latinoamericana, mantenemos la preferencia por Chile dados los menores ruidos políticos, una reforma tributaria más moderada de lo anticipado y valorizaciones atractivas respecto a sus pares. Decidimos neutralizar nuestra posición en México: a pesar del impacto negativo de la nueva Ley de Industria Eléctrica y los paneles de controversia por TMEC, el país mantiene riesgos políticos más bajos respecto a otros países de Latinoamérica, la mejora en la cadena de suministros global le beneficia directamente, y el proceso de *nearshoring* es un apoyo secular que podría acelerarse si los conflictos entre EE. UU. y China empeoran. Decidimos subponderar a Perú, que presenta elevados riesgos políticos, problemas de gobernabilidad y la posibilidad de nuevos retiros de fondos de pensiones. Mantenemos neutralidad en Colombia, a pesar de los buenos fundamentales, por el arranque del nuevo gobierno de izquierda, al igual que en Brasil por la proximidad de las campañas presidenciales.



2. ESTRATEGIA DE INVERSIONES

En julio los mercados tienen un respiro luego de las fuertes caídas en 2022

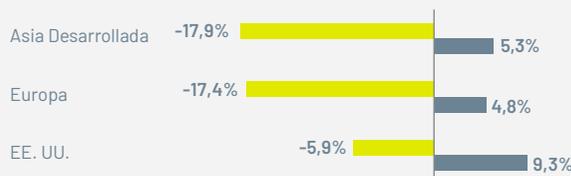
Julio terminó en verde para los mercados internacionales de renta variable y renta fija, pese a que los datos de actividad continuaron decepcionando a los analistas económicos y las presiones inflacionarias persistieron; lo primero fue evidente en el dato del PIB del segundo trimestre en EE. UU. que presentó caída y que, sumado a la caída que también se registró en el primer trimestre, ubica a la economía en recesión técnica, aunque aún no es oficial.

Adicionalmente, los precios para los consumidores continuaron con su tendencia al alza, con una variación anual que alcanza el 9.1%, su nivel más alto desde noviembre de 1981. La Reserva Federal, en un intento por moderar las presiones recientes y enviar un mensaje claro al mercado, incrementó la tasa de referencia en 75 pbs, argumentando que el mercado laboral sigue resiliente y la demanda sólida, lo que secunda una decisión difícil en momentos donde la economía presenta señales claras de desaceleración.

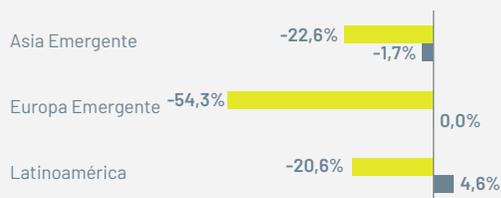
Dentro de SURA Investment Management, creemos que las volatilidades en el mercado persistirán en el corto plazo, por lo que la selectividad será un factor fundamental. Siendo así, nos mantenemos con un leve largo en la renta variable por sobre la renta fija, pero prefiriendo aquellos activos que: i) puedan tener una dinamización de la economía en la segunda mitad de año, ii) presenten fundamentales que acompañen las perspectivas de crecimiento positivas en utilidades y iii) tengan presiones inflacionarias menos apremiantes, lo que permitirá un mayor margen de maniobra a los bancos centrales correspondientes. Estas condiciones favorecen relativamente a Asia Emergente y, para el caso de los mercados desarrollados, a la economía japonesa.

En cuanto a la renta fija, nos mantenemos neutrales en crédito corporativo, pero con preferencia por *High Yield* sobre grado de inversión, lo anterior debido a que la primera presenta un nivel de entrada más atractivo y fundamentales (como el nivel de apalancamiento) por debajo de la media histórica. En emergentes, pese a que de manera agregada mantenemos el neutral, preferimos la deuda en moneda local por sobre la deuda emitida en moneda dura. Esta primera cuenta con una mayor exposición a bonos soberanos asiáticos que mantienen una política monetaria expansiva. Asimismo, de materializarse una recesión global, las autoridades chinas estarían en buenas condiciones para recortar tasas y estimular el crecimiento. Finalmente, un componente importante del índice proviene de América Latina, cuyos bancos centrales se han caracterizado por su proactividad a lo largo de esta etapa de recuperación. Así, y de forma análoga a China, estos países contarían con mayores márgenes para recortar sus tasas de interés de presentarse una recesión.

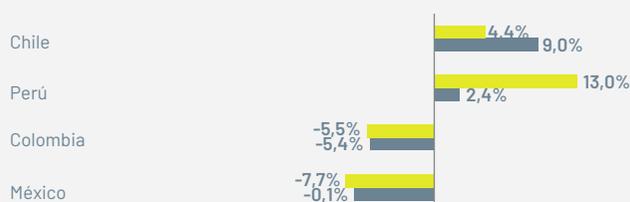
MERCADOS DESARROLLADOS



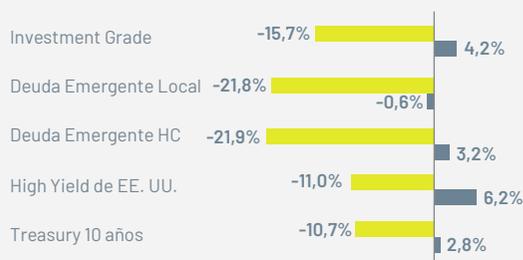
MERCADOS EMERGENTES



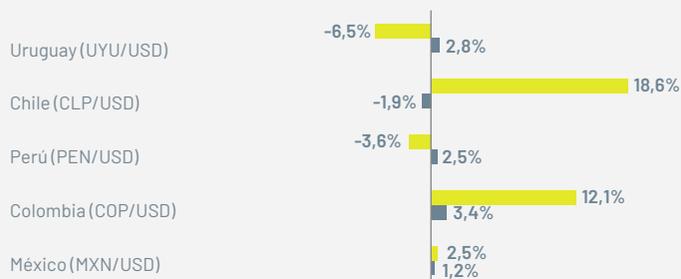
MERCADOS LOCALES



RETORNOS RENTA FIJA INTERNACIONAL



RETORNOS DIVISAS



● MES ● 12 MESES

Retornos expresados en dólares



3. LATINOAMÉRICA

Fuerte decepción de mercado y nuevos retos políticos

Los mercados latinoamericanos se vieron afectados al inicio de julio por los mayores temores de una recesión global, sin embargo, dichas pérdidas se lograron compensar gracias al anuncio de que las autoridades chinas entregarán préstamos de bajo interés con el objetivo de refinanciar y reactivar proyectos inmobiliarios detenidos en aquel país. Lo anterior impulsó los precios de algunas materias primas, principalmente metales, permitiendo que la región (ILF) finalizara el mes con retorno positivo. Brasil, fue el mercado que más se benefició de lo anterior, por la importancia del mineral de hierro en el índice (EWZ), siendo el segundo país con mejor rendimiento en la región; Chile (ECH) le superó, amparado en el comportamiento del cobre, junto con la apreciación del peso chileno dada la intervención del banco central.

En Colombia, el nuevo Congreso de la República se instaló el pasado 20 de julio, evidenciando un cambio de la composición tradicional que ha regido en Colombia, ahora con una mayor participación de partidos de izquierda. Por ahora, todos los partidos que conforman el legislativo están obligados a realizar su declaración política frente al Gobierno, ya sea a favor, en contra o como independientes. De hecho, en las últimas semanas, varios partidos han anunciado su apoyo al Gobierno, acercándolo a una mayoría simple. No obstante, esperamos que los partidos analicen las propuestas caso por caso para definir si proporcionarían su apoyo o no, y que lo anterior obligue al nuevo Gobierno a dialogar sus propuestas, lo que llevará a una moderación de las reformas más radicales.

Uruguay, a fines de julio, en conjunto con otros países miembros del Mercosur, acordó una rebaja del 10% del arancel externo común sobre un universo amplio de bienes, a lo que se suma el anuncio de un Tratado de Libre Comercio con Singapur. Este tratado consiste en un acuerdo de "última generación", ya que incluye tanto la comercialización de bienes como de servicios, propiedad intelectual, entre otros. En otro orden de ideas, el 29 de julio el Gobierno publicó el anteproyecto de reforma de seguridad social, donde se destacan el aumento de la edad jubilatoria de 60 a 65 años (con excepción de algunos rubros) y la convergencia de los regímenes jubilatorios. Se espera que sea un proceso gradual, comenzando en 2027 y culminando en 2035.

En México, datos preliminares vislumbran desaceleración en la economía norteamericana. Sin embargo, también se publicaron datos que denotan la fortaleza del empleo. Estos



dos hechos marcan pauta en las expectativas económicas para México de cara al segundo semestre del 2022. Por un lado, a pesar de que EE. UU. se ha venido desacelerando, el pronóstico del PIB para México se mantiene en 1.8% en 2022 de la mano, entre otros factores, del gran volumen de remesas que ingresa al país provenientes principalmente de aquella economía. Ante esto, la expectativa de inflación local se mantiene cercana a 7.5%, cifra que llevaría la tasa de política monetaria a 9.5% a cierre de año. Este contexto mantendría lateralidad en el tipo de cambio cerrando el año en ~20.8.

En julio, el Banco Central de Chile anunció un programa de intervención bancaria y provisión preventiva de liquidez en dólares por un monto de hasta US\$25.000 millones, para hacer frente a la fuerte devaluación que ha sufrido la moneda en las recientes semanas. Dicho programa entró en vigencia el pasado 18 de julio y se extenderá hasta el 30 de septiembre de este año.

En Perú, la economía se viene ralentizando como consecuencia del aumento en la inflación y la continua subida de tasas, que desaceleran en cierta magnitud el crédito y el consumo; es por ello que el banco central ha reducido sus estimados de crecimiento para fines de año a un rango de 2.5%-3.0% al igual que diferentes entidades privadas. Además, las expectativas de inflación aún continúan al alza, en el último dato publicado, se alcanzó un nivel de 5.35%; alcanzando un nuevo máximo local. En ese sentido, se espera que para el mes que viene se continúe con una política monetaria contractiva, incluso algunos analistas económicos ya estiman que la tasa de referencia pueda cerrar el año en niveles de 7.0%-7.5%.



4. ANÁLISIS POR PAÍSES



MÉXICO

Neutralizamos posición ante subsanación en las disrupciones en la cadena de suministros.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

Con datos preliminares, en el 2T2022 la economía mexicana creció 2.1% a/a y 1% t/t, superando expectativas. Si bien esta cifra sorprende, se ubica por debajo del potencial de crecimiento para México, explicándose en falta de inversión privada y un gasto de Gobierno excesivamente focalizado en proyectos insignia de la administración actual. Las calificadoras de crédito mantienen los bonos soberanos del país con Grado de Inversión, aunque advierten que la situación económica está afectando. En sentido contrario, la Secretaría de Hacienda espera que la economía supere el 2% de crecimiento este año.

INFLACIÓN

La inflación en México se encuentra cercana al 8%, y podría mantenerse apenas por debajo de esta cifra en lo que resta del año. Aun con las medidas implementadas por Banxico y el propio Gobierno Federal, el consumo interno, así como el incremento en los precios de energéticos, evitan que la inflación retome una dinámica bajista. En este contexto, analistas estiman que la inflación general al cierre de 2022 se ubique en 7.8% y 4.5% al cierre de 2023.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Con la inflación actual y la Reserva Federal buscando llevar la inflación a menores niveles que los actuales, Banxico continuará ajustando al alza su tasa de política monetaria. Con esto se espera que, en la Junta de Gobierno del mes de agosto, el banco incremente también en 75 puntos base su tasa de referencia. Ante este ajuste, se mantendría el diferencial de 600 puntos que en parte explica que, a pesar de la postura más restrictiva del banco central norteamericano, la moneda local se mantenga defensiva. Con esta tracción, se estima que la tasa de fondeo en México alcanzará 9.5% a cierre de año.

TIPO DE CAMBIO

Durante julio, el DXY reportó nuevamente avance respecto al mes previo. En medio de un contexto en el que la inflación alcanza niveles históricamente altos, la Reserva Federal mantendría su dinámica actual de incrementos. Este hecho da soporte a la moneda norteamericana frente a sus comparables internacionales. Por otro lado, frente a la moneda local, durante este periodo el dólar también se apreció, aunque el peso mexicano sigue mostrando resiliencia que se explica en un ciclo restrictivo desde Banxico que se anticipó a la Reserva Federal y a la fuerte entrada de remesas a México que provienen principalmente de EE. UU.

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%	1,8%	2,6%
INFLACIÓN	6,7%	7,6%	8,4%
TPM	8,75%	9,25%	10,00%
FX	19,8	20,5	21,5





RENTA FIJA LOCAL

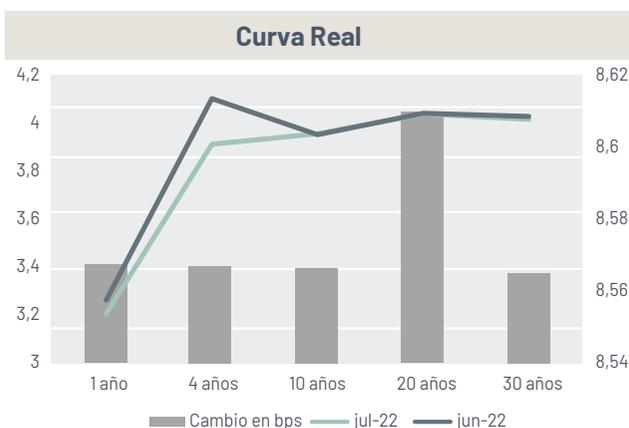
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

A pesar de la decisión de la Reserva Federal de incrementar en 75 puntos base su tasa de referencia al 2.5%, la dinámica registrada en el mercado de renta fija norteamericana fue de descensos. Este hecho explicó también la tendencia bajista de tasas en el mercado local, donde la curva nominal reportó un retroceso de 40 puntos en promedio, mientras los bonos ligados a inflación lo hicieron en menor magnitud, pero igual dirección, promediando 6 básicos de caída durante el mes de julio. Sin embargo, estos resultados también reflejan un escenario de menor dinamismo económico que los bancos centrales ya evalúan.

	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	UW
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	N	OW

DURACIÓN

Los bancos centrales continúan con una postura restrictiva y en la búsqueda de llevar los actuales niveles de inflación a niveles más sanos. Sin embargo, se abren nuevos frentes que podrían generar volatilidad en el corto plazo, además de que se vislumbran menores expectativas económicas globales. Ante este contexto de incertidumbre, se mantiene un posicionamiento defensivo en términos de duración. Sin embargo, reconocemos que los niveles actuales de tasas son atractivos.



CURVA

El Banco de México, con el objetivo de llevar los niveles de inflación actuales a la baja, seguirá ajustando al alza su tasa de política monetaria llevándola a niveles de 9.5% este año. Como resultado, los nodos cortos de la curva seguirían subiendo, y con ello, la curva verá mayor aplanamiento, incluso en ciertos nodos podría invertirse.

CORPORATIVOS

En julio, se registraron descensos en *spreads* de papeles de tasa flotante de menor plazo, particularmente de calificaciones AA y A. En lo relacionado a emisiones primarias, se alcanzó un monto de \$16,196 millones, 179% respecto al mismo mes del año previo. Destaca la preferencia por tasa fija por parte de inversionistas en un 77% del monto total. Para agosto, se espera una reducción en este dinamismo que podría alcanzar unos \$10,000 millones, sobre todo tomando en cuenta vencimientos programados por un monto similar. Finalmente, papeles corporativos de buena calificación crediticia siguen siendo atractivos entre los instrumentos de renta fija.

REAL VS NOMINAL

Ante movimientos más moderados observados en las curvas, y tomando en cuenta el alto devengo que ofrece la renta fija, en especial aquella ligada a inflación, se retorna a la preferencia por los Udibonos relativo a bonos en tasa nominal. Adicionalmente, se mantiene el posicionamiento y preferencia por papeles de tasa flotante.





RENTA VARIABLE LOCAL

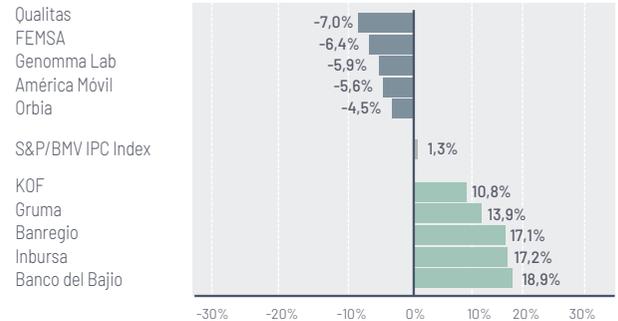
ANÁLISIS DE MERCADO

En julio el IPC subió 1%, por debajo de lo que crecieron índices en mercados desarrollados, particularmente EE. UU. Los sectores claramente ganadores en el mes de julio fueron: bancos, donde destacaron Bajío (+19%), Inbursa (+17%) y RA (+17%) y consumo básico, donde los subsectores de alimentos y bebidas se vieron beneficiadas por la corrección que tuvieron los *commodities* (en particular Gruma y Bimbo, ante la caída en el precio del maíz y el trigo, respectivamente). En contraste, el sector que más cayó fue materiales por temores a que la Reserva Federal pueda inducir una recesión en su afán de controlar la inflación. Así, Orbia (-4%), Gmexico (3%) y Alpek (-2%) fueron los nombres que más retrocedieron, en línea con el escenario de *commodities* mencionado anteriormente.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

El IPC está transando a 12x P/E 2023, muy por debajo de su promedio histórico. Ciertamente, ante los niveles actuales de inflación que podrían llevar la tasa de Banxico a 9.5% a fines de este año, la renta fija se ve más atractiva que la renta variable. Sin embargo, desde una perspectiva *bottom-up*, hemos observado una temporada de reportes favorable para las empresas mexicanas, probando el carácter defensivo de las empresas de consumo básico y discrecional (todas con crecimiento doble dígito en ventas), aunque con ciertas presiones en rentabilidad derivado de mayores precios de *commodities* y disrupciones en cadenas de suministro. En ese sentido, consideramos que estas valuaciones ofrecen un muy buen margen de seguridad para un inversionista de largo plazo.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo básico	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Financiero	N	N
Industrial	UW	UW
Real Estate	N	N
Telecomunicaciones	OW	OW
Materiales	OW	OW
Utilities	OW	OW





CHILE

Valoraciones atractivas y apreciación del FX benefician el mercado.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El IMACEC de junio fue de 3.7% a/a, en línea con lo esperado, dando cuenta de una economía que está en fase de ajuste, al tratarse del menor dato de crecimiento del año. El aumento interanual fue impulsado por la actividad de servicios, los cuales crecieron 9%, seguido por actividad industrial (principalmente construcción) con un alza de 1.4%. Preliminarmente se tiene que la economía chilena creció un 6.4% en el primer semestre del año.

INFLACIÓN

El banco central pronosticó en su reunión más reciente que llegaría al 9.9% en 2022, para después converger a la meta del 3.0% en 2023.

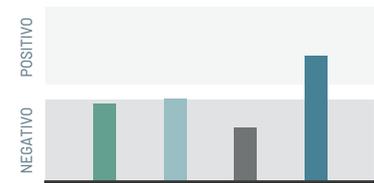
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En su última reunión de política monetaria, el consejo subió la tasa en 75 bps, llegando a un 9.75%. Las expectativas del mercado colocan la tasa de política monetaria en torno del 10.75%.

TIPO DE CAMBIO

Durante julio, el peso chileno presentó una apreciación de 1.9%, explicado principalmente por dos factores: i) el cobre (principal exportación de Chile) reaccionó positivamente al anuncio del Gobierno chino, que lanzará préstamos de bajo interés para refinanciar y reactivar proyectos inmobiliarios detenidos; ii) El anuncio de una intervención en el mercado cambiario por parte del Banco Central de Chile, por un monto de US\$25,000 millones. Esperamos que la tendencia positiva en el peso chileno continúe de acelerarse la actividad en China, pero podríamos ver volatilidad adicional a medida que nos acercamos al referendo de salida.

MONITOR POLÍTICO



Chile

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

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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	0,8%	2,0%	3,0%
INFLACIÓN	12,4%	12,9%	13,4%
TPM	8,75%	10,75%	11,50%
FX	800	900	1040





RENTA FIJA LOCAL

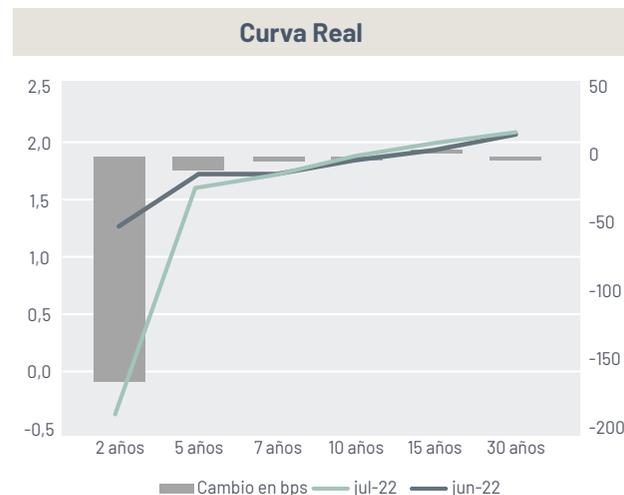
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante el mes de julio vimos para las tasas un movimiento en general a la baja en la parte más corta. El tipo de cambio llegó a tocar niveles sobre \$1,000, generando aumentos en las expectativas de inflación y dando soporte a la curva real, que registró caídas en las partes media y corta. La curva nominal presentó alzas al esperar una mayor tasa de política monetaria.

	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	OW
Curva	-	-
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	OW

DURACIÓN

En julio, optamos por incrementar la duración en la estrategia.



CURVA

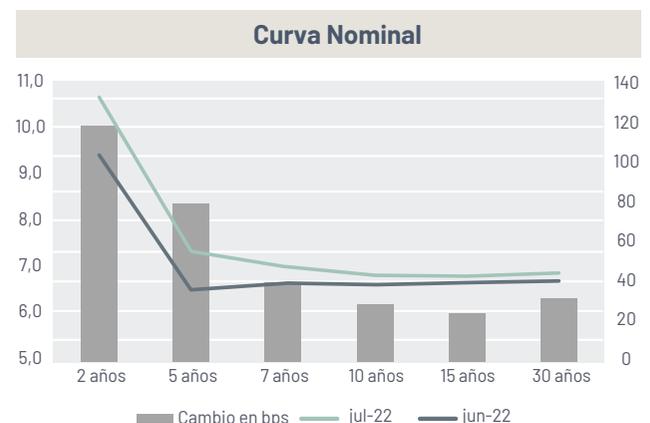
En las tasas nominales tuvimos un comportamiento al alza en la parte más corta luego de que el banco central subiese la tasa al 9.75% en su reunión más reciente y que ajustara su corredor de política monetaria a mayores subidas. Con lo anterior, tanto depósitos como bonos en CLP están en niveles muy parecidos a la nueva TPM. Por el lado de las tasas medias y largas, vemos un comportamiento también al alza.

CORPORATIVOS

Los flujos para este tipo de activos fueron positivos, principalmente en la parte corta y media en UF. Los bancos están en niveles cercanos a 50 puntos de *spread*, las empresas AA en niveles de 80-90, y A en niveles de 120. En general, el *spread* fue muy parecido al mes pasado.

REAL VS NOMINAL

Una inflación mensual de 0.9%, junto con un tipo de cambio que ha subido con fuerza, generó un devengo elevado en las tasas reales. Los flujos a los fondos de este tipo de instrumentos ha seguido al alza. Tanto la parte corta, como la media y la larga terminaron en menores niveles respecto al mes pasado y con una rentabilidad positiva.





RENTA VARIABLE LOCAL

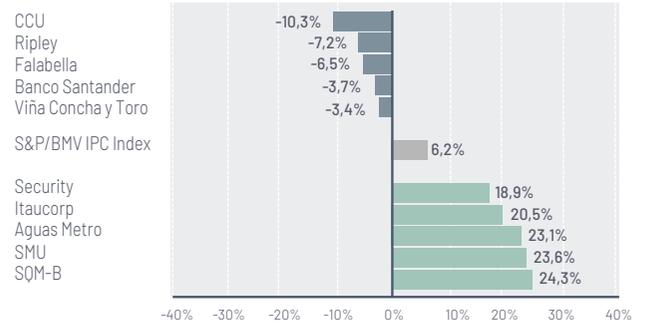
ANÁLISIS DE MERCADO

Favorables resultados trimestrales en 2T22 serían contrastados con volatilidad ante el plebiscito. Cifras positivas serían impulsadas por SQM-B. Además, destacaría fuerte recuperación en resultados de centros comerciales, mientras que bancos continuaría mostrando un desempeño histórico, impulsados por la fuerte inflación. Por el contrario, sectores ligados a consumo, como retail y bebidas comenzarían a verse afectados por la depreciación del tipo de cambio y la inflación, aunque esperamos que supermercados continúe mostrando resiliencia. Asimismo, sector eléctrico seguiría viéndose deprimido.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

En relación a lo anterior, continúa siendo relevante la selectividad en papeles que muestren favorables expectativas de crecimiento y menor exposición a riesgos asociados a la inflación y tipo de cambio. En línea con ello, mantenemos nuestras preferencias en términos sectoriales y continuamos monitoreando de cerca la evolución del mercado ante la cercanía del plebiscito (4 de septiembre).

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	UW	UW
Financiero	OW	OW
Industrial	OW	OW
Materiales	N	N
Minería	N	N
Utilities	UW	UW





PERÚ

Mercado menos atractivo por posibilidad de nuevos retiros, junto con incertidumbre política.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El último dato publicado del PIB fue del mes de mayo; éste tuvo un crecimiento de 2.3%, donde los sectores no primarios crecieron alrededor de 4.2% a/a debido a la flexibilización de medidas de aislamiento sanitario. En tanto, los sectores primarios cayeron en 3.7% a/a afectados por la conflictividad social (minería metálica). En comparación al mes anterior, el crecimiento fue menor en 1.4% (Abril 3.7%), lo cual refleja una desaceleración en la recuperación, debido al enfriamiento de la inversión privada y la alta inflación. Finalmente, los analistas económicos proyectan un crecimiento entre 2.5% y 3.0% para este año.

INFLACIÓN

La inflación reportada en el último mes fue de 8.74%, un leve descenso respecto al mes anterior (junio: 8.81%), lo que conlleva a la posibilidad que hayamos visto el pico de la inflación en junio. En tanto, la inflación que excluye alimentos y energía se aceleró a 5.44 (junio: 4.95%). Mientras, las expectativas de inflación también se aceleraron llegando a niveles de 5.35% la más alta de los últimos años. Los sectores que más aportaron al nivel de inflación fueron transporte, restaurante y hoteles, salud y educación. Se espera que la inflación cierre entre un rango del 7.5% - 8%.

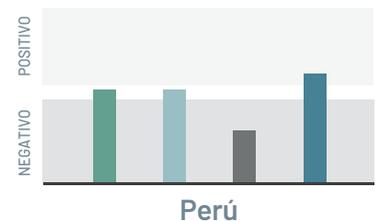
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

En la última reunión del BCRP de julio se decidió mantener una política monetaria contractiva por décimo segundo mes consecutivo y se decidió incrementar la tasa de referencia en 50 bps más, alcanzando un nivel de 6%. Dicho movimiento, ya se encontraba descontado por el mercado dado el dato de inflación de junio (8.81%), además de que las expectativas de inflación continuaron al alza a pesar de los esfuerzos del BCRP. Se espera que al cierre del año la tasa de referencia se encuentre alrededor de 7%.

TIPO DE CAMBIO

En el mes de julio, el sol se depreció 2.39%, en línea con el resto de sus pares de la región, por el *risk off* observado a nivel mundial. Asimismo, es importante mencionar que durante el último mes la caída del precio del cobre ha gatillado una demanda de dólares que presionó el tipo de cambio al alza. Al cierre de mes, el tipo de cambio alcanzó un nivel de 3.92 unidades. Diferentes analistas económicos proyectan que el tipo de cambio cierre en un rango de 3.90-4% para fines de año.

MONITOR POLÍTICO



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

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

EXPECTATIVAS 2022

VARIABLES	MÍNIMO	MEDIO	MÁXIMO
PIB	1,4%	2,8%	5,5%
INFLACIÓN	6,0%	6,7%	7,8%
TPM	6,00%	6,50%	7,50%
FX	3,75	3,87	4,15





RENTA FIJA LOCAL

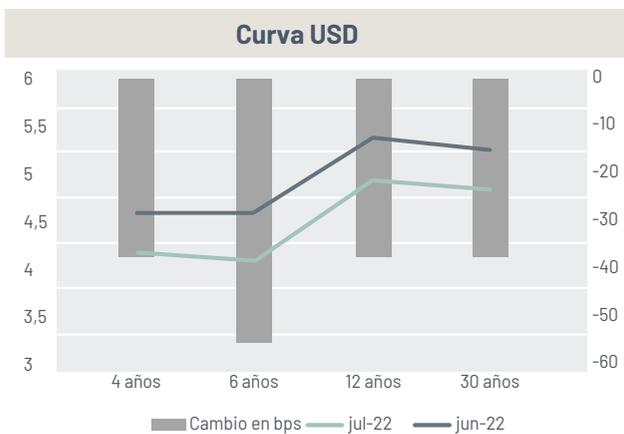
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

En la renta fija local vimos una depreciación de los bonos soberanos, de aproximadamente +33 bps en promedio en el rendimiento de la curva local, debido al incremento de la tasa de política monetaria en Perú, un mayor *risk off* global, y al incremento observado en la tasa del tesoro de 10 años de Estados Unidos. Se espera que la renta fija local continúe depreciándose en los meses que vienen, debido a factores como una mayor inflación, retiros de AFPs, retiros de CTS, mayores subidas de tasas, ruido político y *risk off* global.

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	UW
Curva	-	-
Corporativos	N	N

DURACIÓN

Nos mantenemos neutrales duración para dólares, ya que el mercado ha ido descontando mayores subidas por parte de la Reserva Federal, pero se ha incrementado el riesgo de recesión, dejando incertidumbre sobre la trayectoria de las tasas largas. Por el lado local nos mantenemos *underweight* en duración. A pesar de que creemos que las subidas de tasa que quedan en el año están reflejadas en el precio, la curva se verá afectada debido al *risk off* global, por lo que veremos a los extranjeros salir de la curva local y presionarla. Por otro lado, ya se están ejecutando los retiros de las AFPs, cuyo impacto ha sido mitigado por repos ofrecidos por el BCR; sin embargo, se espera que las AFPs vayan disminuyendo su posición debido a la alta concentración que éstas tienen.

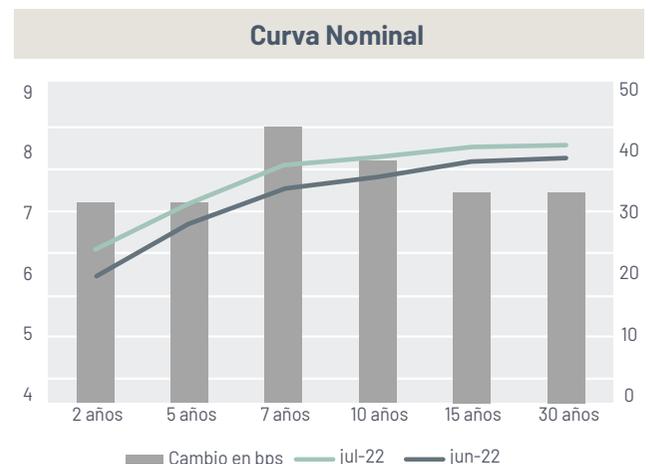


CURVA

Continuamos neutrales en la pendiente de la curva soberana local, ya que creemos que la mayor parte del aplanamiento de la curva se encuentra descontado. Si bien aún faltan unas subidas más en la tasa de política monetaria, vemos ciertos riesgos que podrían generar un empinamiento en la curva, como lo es el *risk off* de mercados emergentes y los retiros de las AFPs.

CORPORATIVOS

Los bonos corporativos con mayor negociación en el mercado secundario continuaron siendo los de duración de 0-1 año y el de 1-3 años, esto como resultado de la mayor subida de tasas en ese tramo de la curva. Asimismo, observamos preferencia por bonos corporativos con rating AAA y AA. El comportamiento en los *spreads* corporativos con las características más negociadas fue al alza, ya que en las duraciones más cortas de 0 a 1 año no vimos un mayor movimiento con respecto al mes anterior y en el tramo de 1 a 3 años, vimos una ampliación de 54bps.





RENTA VARIABLE LOCAL

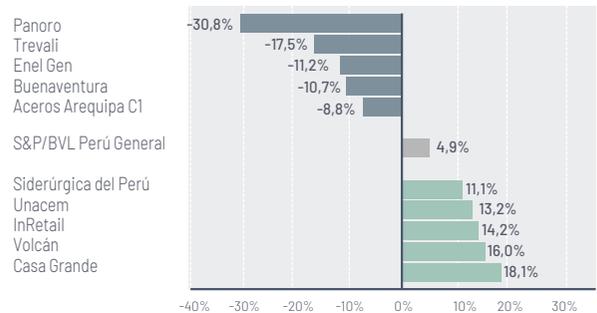
ANÁLISIS DE MERCADO

Durante el mes de julio la BVL rindió 2.4%. Hubo rendimientos mixtos entre los sectores tras la primera semana de resultados trimestrales. Los sectores de mayor rendimiento fueron consumo y construcción; ambas cementeras rindieron positivo (UNACEM +13% y Pacasmayo +8%), con una demanda sólida y mejora de márgenes a través de *pricing power*. Financieros tuvieron un mes positivo, liderado por BAP al subir 8%. Minería, el sector más representativo de la bolsa local, tuvo resultados mixtos en un contexto de caída de precios de metales, presiones inflacionarias y conflictos sociales a lo largo del país: Buenaventura corrigió 17% en el mes, tras reportar un *cash cost* mayor al esperado y conflictos sociales en el proyecto San Gabriel, mientras que NEXA subió 11% luego de sorprender en producción y precios realizados de venta. El sector eléctrico tuvo un rendimiento de 2%, con *dividend yields* encima de 8% en promedio.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Mantenemos nuestro *view* luego de los retornos de julio. Continuamos con exposición en alimentos debido al descuento por múltiplos contra la historia en el que actualmente cotiza el sector. En minería, aumentamos nuestra exposición a cobre y zinc, priorizando mineras con bajo *cash cost* y eficiencia operativa. Mantenemos un *view* positivo en metales base y subponderamos las mineras productoras de metales preciosos. Asimismo, nos mantenemos positivos en sectores ligados a la demanda interna (construcción e industrial) con preferencia por empresas con suministros locales de materias primas. Además mantenemos una posición defensiva en el sector eléctrico, priorizando el *dividend yield* en esta coyuntura de volatilidad

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Consumo básico	OW	OW
Consumo discrecional	UW	UW
Energía	N	N
Financiero	OW	OW
Industrial	OW	OW
Materiales	N	N
Minería	N	N
Utilities	UW	UW





COLOMBIA

Mantenemos neutralidad ante posicionamiento del nuevo Gobierno.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

La actividad económica en mayo presentó un crecimiento de 16.5% a/a, levemente por debajo de la expectativa de mercado que esperaba 18.5%. Este comportamiento estuvo explicado por el sector de servicios, que sigue liderando al alza dado los fundamentales de consumo que permanecen favorables; incluso, el equipo técnico del Banrep aumentó otra vez la proyección del PIB para 2022 de 6.3% a 6.9%. Esperamos una moderación para la segunda mitad del año, por una base de comparación más alta.

INFLACIÓN

En junio, la inflación presentó una variación mensual de 0.51%, en línea con las expectativas del mercado. Los rubros de "alimentos y bebidas no alcohólicas" y "alojamiento, agua, electricidad y gas" presentaron una moderación en la contribución mensual con respecto a mayo, el primero reduciéndose de un 0.29% a un 0.12% en el mes, y el segundo de un 0.26% a un 0.17%. Dos rubros presentaron contribuciones negativas: "Información y comunicación" (-0.01%) y "prendas de vestir y calzado" (-0.09%) explicado por descuentos del día sin IVA.

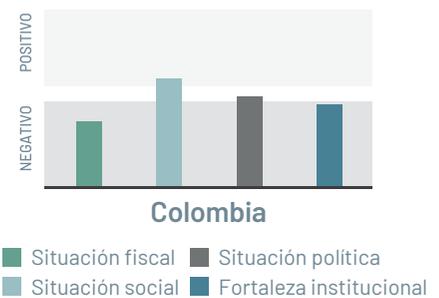
TASA DE POLÍTICA MONETARIA

La Junta Directiva del Banco Central, en la reunión de julio, continuó con el ciclo contractivo, incrementando la tasa de referencia en 150 bps llevándola a 9.0%, en línea con el consenso del mercado. Dicha decisión tuvo en cuenta la inflación registrada en junio, junto con expectativas inflacionarias al alza y una actividad económica que sigue mostrando fortaleza. Esperamos que el ciclo contractivo continúe en las próximas reuniones, con una tasa de intervención finalizando cerca del 10%.

TIPO DE CAMBIO

Julio se caracterizó por ser un mes de alta volatilidad para el peso colombiano, devaluándose en la primera mitad del mes 10.2%, para después recuperarse y finalizar con una devaluación de 3.4% en el mes. Esta volatilidad estuvo explicada en primera instancia por una mayor aversión al riesgo que impulsó una caída en los precios de las materias primas. Lo anterior, generó un incremento del 1.2% en el dólar a nivel global (DXY). Esperamos que la volatilidad de la moneda se mantenga dado el posicionamiento del presidente electo, la fragilidad económica global y las restricciones en las condiciones de liquidez.

MONITOR POLÍTICO



El monitor político se construye con base a un análisis cualitativo, donde se le entregan notas discretivas (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	4,2%	6,0%	7,2%
INFLACIÓN	7,0%	9,6%	10,6%
TPM	9,75%	10,25%	11,00%
FX	3.800	4.037	4.650





RENTA FIJA LOCAL

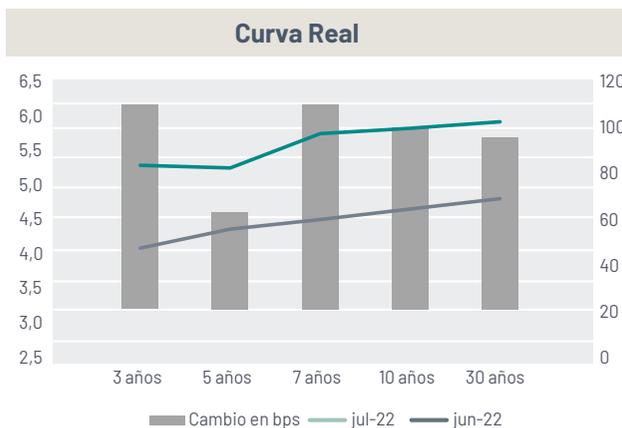
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Durante julio el mercado de renta fija local presentó una alta volatilidad, acompañado de fuertes desvalorizaciones durante la primera mitad del mes que presionaron la curva soberana tanto nominal como real a operar sobre niveles históricamente altos y no vistos desde el 2008. Parte del movimiento fue corregido durante la segunda mitad del mes debido a la demanda de agentes extranjeros que apuestan por un dato de crecimiento económico sobresaliente para Colombia. Para el cierre del mes, la curva soberana nominal presentaba desvalorizaciones en promedio de 86 bps y la curva soberana real de 100 bps en promedio con respecto al inicio de éste. En el mercado de deuda corporativa se presentó un escenario similar de desvalorizaciones a lo largo de las curvas nominales y reales; adicionalmente, se siguen ampliando los diferenciales que hay entre la curva soberana y la curva privada, llegando a niveles históricamente altos que rondan en promedio 350 bps para la curva nominal y 150 bps para la curva real.

	JULIO	AGOSTO
Duración	UW	N
Curva	FLAT	FLAT
Corporativos	OW	OW
Real vs. Nominal	OW	UW

DURACIÓN

Continuamos con una visión de neutralidad en duración con un sesgo a favor de incrementarla gradualmente; sin embargo, el escenario de volatilidad en el mercado se continuará presentando durante las primeras semanas de agosto debido a los riesgos políticos latentes. El mercado continúa a la espera de la posesión del presidente electo Gustavo Petro y sigue de cerca los comentarios sobre la nueva reforma tributaria.



CURVA

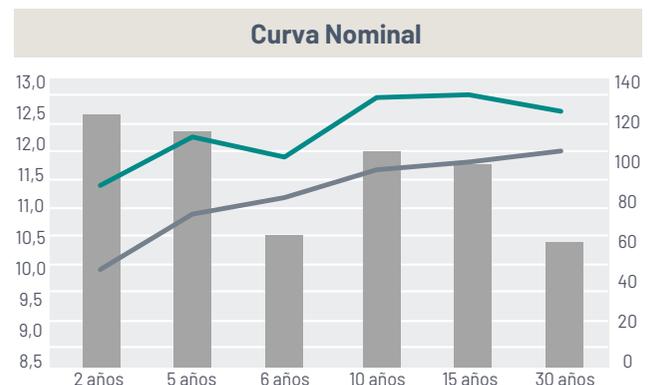
Actualmente, continuamos a favor de un aplanamiento de la curva soberana, a través de una marcada depreciación de la parte corta y estabilidad o apreciación en los nodos más largos de la curva.

CORPORATIVOS

El *spread* o diferencial de la curva soberana en comparación con la curva corporativa, continua en niveles históricamente altos y se sigue ampliando, como consecuencia de una baja liquidez en los títulos corporativos y la realización de captaciones por parte de las instituciones financieras en el mercado primario a tasas cada vez más altas que limitan el margen de ajuste y valorización de estos debido a los lineamientos de Basilea III en cuanto al coeficiente de fondeo estable neto.

REAL VS NOMINAL

Con respecto al mes anterior, nuestra convicción de mejor desempeño relativo de los activos de tasa real sobre nominal comienza a presentar cambios. Consideramos que el ciclo de presiones inflacionarias estaría cerca de llegar a su fin, razón por la cual esperamos una desaceleración lenta pero marcada del indicador. Por su parte, consideramos que los títulos en tasa nominal ya descuentan el movimiento de tasa de política monetaria del banco central.





RENTA VARIABLE LOCAL

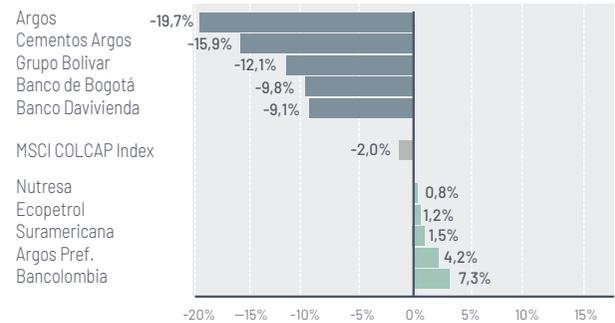
ANÁLISIS DE MERCADO

En el mes de julio, el mercado local presentó una caída de 2% m/m, un resultado en línea con el índice de mercados emergentes que rentó -6.94% m/m. Este comportamiento fue explicado principalmente por el movimiento de acciones con eventos corporativos como Grupo Argos (-21%), al declararse desierta la OPA lanzada por Gilinski con el objetivo de adquirir entre 26% y 32.5%. Otras acciones como Cemargos y Banco de Bogotá presentaron caídas relevantes de -15% y -12%, respectivamente. Por su parte, las acciones con mejor desempeño provinieron de diferentes sectores, resaltando la acción preferencial de Grupo Argos (+8,5%), la cual pudo ser favorecida por el *spread* con respecto a su acción ordinaria. Le siguieron Enka, Bancolombia y Terpel con ganancias de 6.9%, 2.7% y 1.3% respectivamente, soportadas en valorizaciones bajas y la expectativa por buenos resultados.

¿CÓMO SE VE LA BOLSA LOCAL?

Como evento relevante, en agosto se tendrán los resultados de la mayoría de las compañías en Colombia. La proyección de mercado es de crecimientos de un dígito bajo en las utilidades para la mayoría de las compañías a excepción del sector de Oil & Gas que tendrá un impulso adicional por la dinámica favorable en los precios de las materias primas.

Mejores/Peores desempeños del mes



Retornos en moneda local

EPS Trailing & Forward



— EPS Trailing — EPS Forward

Estrategia de Research	JULIO	AGOSTO
Energía	OW	OW
Materiales	UW	UW
Consumo discrecional	OW	OW
Consumo básico	UW	UW
Financiero	OW	OW
Servicios de comunicación	N	N
Utilities	UW	UW





URUGUAY

El Presidente de la República presentó reforma jubilatoria a la coalición de Gobierno y a la oposición.

CRECIMIENTO ECONÓMICO

El índice líder de CERES aumentó 0.3% en julio, señalando que al inicio del segundo semestre la actividad económica continuaba expandiéndose, mientras que las expectativas de los analistas consultados por el Banco Central del Uruguay respecto del crecimiento del producto para este año se corrigieron levemente al alza, alcanzando 4.7%. Por otra parte, el Ministerio de Turismo dio a conocer cifras del segundo trimestre, el primero en transcurrir con fronteras abiertas y casi normalidad en el movimiento de personas entre países, en el que destacó la recuperación tanto en el número de turistas como de divisas. Sin embargo, el fuerte abaratamiento de Argentina anticipa un pobre desempeño para lo que resta del año en este sector.

INFLACIÓN

El índice de precios al consumidor registró una variación mensual de 0.59% en el mes de junio, por encima de la mediana de expectativas del BCU (0.50%). La inflación interanual descendió casi una décima en relación al mes pasado (9.29% vs 9.37%) y la expectativa de inflación para 2022 permaneció en 8.6%; estos niveles continúan muy alejados de los límites del rango meta (entre 3% y 7%). El componente tendencial fue el que tuvo mayor incidencia en la inflación mensual, debido a un mayor aumento de los alimentos elaborados y un incremento en los servicios transables, donde se destaca el encarecimiento de los pasajes de avión.



TASA DE POLÍTICA MONETARIA

El pasado 6 de julio, el Banco Central de Uruguay decidió un aumento de la tasa de política monetaria de 50pbs, llevándola a 9.75%, y anticipó nuevos incrementos para las próximas reuniones. En ese sentido, el BCU ratifica el compromiso de ingresar en la fase contractiva de política monetaria que recién en la reunión anterior del COPOM había llevado a la neutralidad. Con subidas adicionales de tasa, el BCU continuaría por esta senda contractiva los próximos meses.

TIPO DE CAMBIO

A pesar de que el banco central avanza con una política monetaria más restrictiva, el tipo de cambio tendió al alza la primera mitad del mes, alcanzando a mediados del mes un máximo de \$42.12, lo que representó un incremento de 7.4% respecto a los niveles mínimos alcanzados a fines de junio. Este movimiento estuvo en línea con el fortalecimiento del dólar que se venía observando a nivel externo. Sin embargo, durante la segunda mitad del mes, el tipo de cambio fue disminuyendo hasta llegar aproximadamente a \$41, también en línea con el debilitamiento que registró la divisa norteamericana a nivel internacional.





RENTA FIJA LOCAL

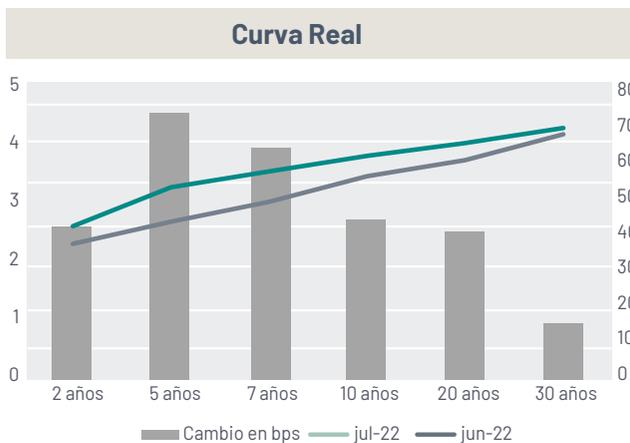
DENTRO DE RENTA FIJA LOCAL

Los mercados locales vieron un nuevo desplazamiento al alza de las curvas reales y nominales impulsados por el sesgo contractivo de la política monetaria, mientras que las tasas en dólares el movimiento fue a la baja, con la excepción del tramo a un año. Este descenso de las tasas en dólares incluso fue mayor a la de los bonos del tesoro norteamericano, lo que significó una caída en el riesgo país. La caída en la actividad del segundo trimestre en EE. UU. y nuevas proyecciones a la baja del FMI, llevaron a los inversores a esperar un final anticipado del proceso de subida de tasas por parte de la Reserva Federal, relajando las condiciones financieras internacionales.

ESTRATEGIA	JULIO	AGOSTO
Duración	N	N
Curva	STEEP	STEEP
Reales vs. Nominales	UW	UW

DURACIÓN

El optimismo de los mercados podría revertirse rápidamente reconociendo un mayor costo de financiamiento y conduciendo a un empinamiento de la curva de tasas nominales y en dólares, mientras que el avance en la trayectoria prevista para la política monetaria del BCU debiera contribuir a un aplanamiento de la curva de tasas reales. Por otra parte, la discusión de la reforma jubilatoria posiblemente lleve a considerar flexibilizaciones al régimen general, a propuesta de los propios miembros de la coalición como así también de la oposición, con el fin de obtener mayor apoyo político, lo que también puede contribuir a un empinamiento en las curvas.

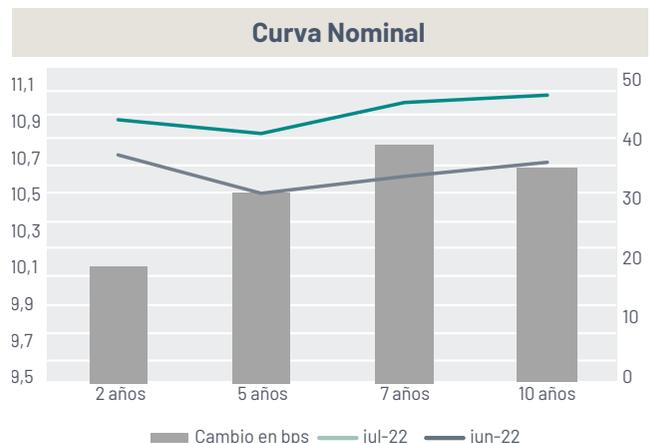


CURVA

La buena situación del empleo en los EE. UU. le permitiría a la Reserva Federal continuar avanzando en su ciclo de alza de tasas, a un ritmo mayor a lo que el mercado descuenta actualmente, lo que conduciría a un encarecimiento del crédito en moneda extranjera y a un fortalecimiento del dólar. Con esto, el mercado podría reconsiderar el costo de financiar el déficit fiscal aumentando la prima por riesgo país, lo que nos lleva a mantener una posición neutral en duración.

NOMINALES VS REALES

Nuestra mayor convicción continúa siendo la de un mejor desempeño relativo de los activos de tasa nominal por sobre los ligados a inflación. Mientras que las tasas nominales ya descuentan el avance de la política monetaria en el terreno contractivo, las tasas reales aún no lo reflejan completamente y a medida que las condiciones de liquidez se restringen actuarán como catalizador para un ajuste rápido de las mismas, principalmente en el tramo corto de la curva de tasas reales.



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.

